BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

AVRIL 2008

172

BANQUE DE FRANCE

EUROSYSTÈME

102–172

SOMMAIRE

Achevé de rédiger le 26 juin 2008

Site internet : www.banque-france.fr

ÉDITORIAL

Lettre au Président de la République, introductive au *Rapport annuel* de la Banque de France

J'ai l'honneur de vous adresser, conformément à la Loi, le rapport sur les opérations de la Banque de France, la politique monétaire et ses perspectives.

Conformément à la tradition, je me propose de vous faire part de mes réflexions sur l'environnement de la croissance et la politique monétaire, la situation de notre économie ainsi que les principaux défis que la France doit relever pour améliorer de façon durable la croissance et l'emploi.

L'économie européenne

L'économie européenne est entrée au second semestre 2007 dans une phase de forte incertitude, qui pèse sur les perspectives de croissance.

La croissance de la zone euro est restée soutenue : après 2,9 % en 2006, elle est aujourd'hui estimée à 2,6 % en 2007, performance un peu supérieure au potentiel de croissance de l'économie. De ce fait, le taux de chômage, depuis le début de l'année 2005, est resté orienté à la baisse ; il se situe à près de 7 % au printemps 2008.

Cette croissance a été, comme en 2006, équilibrée, car toutes les composantes de la demande y participent. Dans les premières phases de la reprise, la contribution de l'extérieur a été décisive. Mais l'investissement productif et, presque partout, la consommation des ménages ont ensuite soutenu le cycle économique, ce qui a favorisé dans la plupart des pays une consolidation bienvenue des finances publiques sans impact négatif sur l'activité.

Cependant, les perspectives européennes sont aujourd'hui dominées par les incertitudes relatives à l'impact de la crise financière sur l'environnement international. Sans que l'on puisse parler d'un découplage total, les grandes économies émergentes manifestent une solidité encourageante dans l'épisode de turbulences financières que nous traversons. Néanmoins, l'économie mondiale est aujourd'hui confrontée à plusieurs risques : celui d'une baisse plus brutale que prévu de la consommation provoquée par la baisse des prix de l'immobilier ; celui d'une poursuite de l'accélération du renchérissement de l'énergie et des matières premières ; celui enfin d'une extension de la crise financière contribuant au ralentissement de la croissance dans les grandes économies. Ces risques s'inscrivent en outre dans un contexte de déséquilibres internationaux des balances des paiements courants non résorbés, qui accroissent le risque d'un ajustement désordonné des taux de change.

L'inflation et la politique monétaire

La mondialisation a indiscutablement favorisé l'épisode d'inflation durablement modérée conjuguée à une croissance rapide des grandes économies émergentes, soutenant elle-même l'expansion de l'économie mondiale. L'impact des prix de nombreux biens manufacturés importés de pays à bas coûts de main-d'œuvre a en effet compensé largement les hausses de prix des services et permis d'atténuer les chocs transitoires comme nous en avons connu en zone euro depuis 2000. Cette époque est vraisemblablement révolue.

Il semble en effet que la mondialisation a cessé, probablement pour une longue période, d'être spontanément désinflationniste. Malgré le ralentissement de la conjoncture globale dû aux incertitudes financières, les prix des matières premières, notamment ceux de l'énergie et des métaux, stimulés par une croissance toujours forte des pays émergents, paraissent désormais tendanciellement orientés à la hausse.

La forte hausse du prix du pétrole et des matières premières et celle des prix alimentaires apparaissent responsables au premier chef de l'accélération de l'inflation observée en 2007 dans la zone euro. La politique monétaire de l'Eurosystème a principalement visé, conformément au mandat que lui donne le Traité, à assurer la stabilité des prix dans la durée. Dans un contexte de croissance soutenue dans la zone euro, le principal taux directeur de l'Eurosystème a été porté de 3,5 % à 4 % au premier semestre. À partir de l'été 2007, le Conseil des gouverneurs de la BCE a maintenu inchangée l'orientation de la politique monétaire. En effet, alors que la croissance du PIB en volume était modérée mais stable, il a observé l'existence de fortes tensions s'exerçant à court terme sur l'inflation et le maintien de risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme, dans un contexte de croissance très vigoureuse de la monnaie et du crédit. Il a également pris en compte le degré particulièrement élevé d'incertitude résultant des turbulences sur les marchés de capitaux.

Au-delà des chocs transitoires, ce sont les anticipations des agents économiques, celles des ménages comme celles des entreprises ou des marchés financiers, qui déterminent largement l'inflation. Ces agents sont de mieux en mieux informés. Ils perçoivent rapidement les évolutions qui menacent le pouvoir d'achat ou la valeur de leur épargne. S'ils considèrent que la politique monétaire n'est pas susceptible de maîtriser l'inflation, ils ajustent très rapidement leurs comportements : par exemple en demandant des salaires plus élevés, ce qui déclenche une spirale prix–salaires ; ou en exigeant une rémunération plus forte de leur épargne, ce qui pousse les taux d'intérêt à long terme à la hausse et pèse sur l'investissement et l'emploi.

C'est donc d'abord et avant tout en stabilisant les anticipations d'inflation que la politique monétaire peut efficacement contribuer à la croissance économique. Si la politique monétaire est crédible, la confiance existe et les agents économiques prennent leurs décisions dans un environnement plus fiable.

La défense de la monnaie, c'est aussi la préservation du pouvoir d'achat. Nos compatriotes le savent, qui manifestent sans ambiguïté leur attachement à la stabilité des prix, tout comme à la lutte contre le chômage. À l'inverse, l'inflation est une forme de spoliation, qui touche d'abord et avant tout les ménages les moins favorisés. Dans une économie moderne, le contrat social repose sur la confiance que les citoyens accordent à leur monnaie. Avec l'euro, la France dispose aujourd'hui d'une des deux premières monnaies mondiales, dont la légitimité aux yeux des citoyens repose sur la stabilité qu'elle procure à leur épargne et à leur pouvoir d'achat. La Banque de France, à sa mesure, entend y consacrer toute son énergie.

L'économie française dans l'économie mondiale

Au printemps 2008, l'économie française offre un tableau contrasté. Plusieurs indicateurs essentiels paraissent bien orientés : le rythme de croissance annuel reste pour l'heure proche de 2 %, le nombre de demandeurs d'emplois continue de baisser et le marché immobilier ne connaît plus de progressions déraisonnables des prix.

En revanche, la France enregistre depuis plusieurs années un déficit important de son commerce extérieur, qui s'est encore creusé en 2007, à près de 40 milliards d'euros. La hausse des prix du pétrole n'est naturellement pas indifférente, mais c'est l'excédent commercial hors énergie qui s'est abaissé, revenant d'environ 18 milliards d'euros en 2006 à 6 milliards en 2007. Certes, l'appartenance à la zone euro protège l'économie française des turbulences financières qui auraient autrefois menacé, dans une telle circonstance, la stabilité de sa monnaie. Si en union monétaire le solde externe n'est plus une contrainte financière de court terme, il reste cependant un indicateur éclairant des capacités d'une économie à préserver ses capacités concurrentielles.

Comment comprendre, en effet, la hausse de ce déficit extérieur ? La demande intérieure française, portée par une consommation des ménages plus dynamique que celle de la moyenne européenne, a pu y contribuer dans les années passées. Une spécialisation géographique et sectorielle insuffisamment adaptée peut être invoquée pour rendre compte du fléchissement de nos performances à l'exportation, mais elle ne peut expliquer le décrochage du solde de nos échanges extérieurs depuis 2005.

Plus fondamentalement, la compétitivité-prix de nos industries s'est sensiblement dégradée dans les années récentes. L'appréciation de l'euro a sans doute joué un rôle pour les branches principalement exportatrices et dont les concurrents sont localisés dans d'autres zones monétaires. Mais l'Allemagne, avec la même monnaie, n'a pas souffert des mêmes maux et c'est bien à l'intérieur de la zone euro que se dégradent principalement nos échanges extérieurs. Le facteur critique de nos difficultés semble bien être les conséquences diffuses de la réduction du temps de travail. La compétitivité française a été affectée par les hausses et les rattrapages de salaires liés à la réduction de la durée du travail, alors même que l'Allemagne, de son côté, touchait les dividendes de plusieurs années consécutives de modération salariale.

Sur la question du taux de change, je crois important de clarifier les termes du débat. Les commentaires et l'attention du public sont focalisés sur l'appréciation de l'euro face au dollar. Mais au-delà de ce cours bilatéral, il convient d'un point de vue macroéconomique d'analyser l'évolution du taux de change effectif, c'est-à-dire l'évolution de la position vis-à-vis des monnaies de l'ensemble des partenaires. Il faut aussi tenir compte des évolutions des prix relatifs avec ces mêmes partenaires pour se faire une idée plus précise de l'impact réel de ces mouvements de parité. D'autres facteurs ne doivent pas être négligés, tels que les comportements de marge des entreprises ou la qualité et l'innovation. Enfin, en sens inverse, l'appréciation de l'euro a considérablement amorti le choc de la hausse des prix du pétrole et des matières premières qui sont pour l'essentiel libellés en dollar.

Pour autant, nous vivons une période caractérisée à la fois par des fluctuations amples et désordonnées des principales devises des pays développés et par une insuffisante flexibilité de nombreuses devises de pays émergents, ce qui appelle indiscutablement une action coordonnée et résolue des grands pays.

En effet, la détermination des taux de change des principales monnaies traduit la confrontation de forces puissantes dans une économie et une finance mondialisées. Or, si les flux de capitaux peuvent se déplacer librement et instantanément par-delà les frontières, les régimes de change restent très différents du point de vue de leur flexibilité. Cette situation peut entraîner des ajustements en fonction du régime de change considéré, plutôt qu'au regard des fondamentaux, que ce soit entre zones monétaires ou au sein d'une même région, comme en Asie. Une résorption sans heurts

des déséquilibres mondiaux appelle donc une plus grande flexibilité des régimes de change, particulièrement dans les pays dégageant des excédents élevés des paiements courants. Mettre en œuvre cette flexibilité devrait sans aucun doute constituer une priorité des chefs d'État et de gouvernement du G 7 dans les mois qui viennent.

Une plus grande flexibilité des régimes de change apparaît d'ailleurs de l'intérêt des pays émergents eux-mêmes. En maintenant un lien trop rigide avec le dollar, certains de ces pays sont conduits à « importer » largement la politique monétaire américaine, qui est le plus souvent totalement inadaptée à leur situation économique, provoquant des pressions inflationnistes difficiles à contrôler, lesquelles tendent à se répercuter ensuite dans l'ensemble de l'économie mondiale.

Poursuivre les réformes structurelles

Pérenniser la dynamique de croissance de notre pays suppose une forte augmentation de la quantité de travail mobilisée. Les pays d'Europe dont le revenu par tête progresse le plus rapidement sont ceux qui ont accru leur force de travail par l'augmentation des taux d'emploi. La France dispose, notamment grâce à sa démographie, d'importantes réserves de croissance. Si celles-ci peuvent être sollicitées par des politiques appropriées, notre pays devrait, en quelques années, accroître substantiellement le niveau du revenu par tête et au minimum rejoindre le groupe des européens les plus performants.

Ce rattrapage est à notre portée. L'économie française a d'ailleurs entamé l'année 2008 avec le bénéfice des réformes qui ont déjà été engagées, mais l'effort doit être poursuivi. Comme je l'ai déjà indiqué, cela implique un changement profond des habitudes et des politiques.

Il n'est ni économiquement ni socialement souhaitable que la France soit l'un des pays de l'OCDE où le nombre annuel d'heures travaillées par personne exerçant un emploi est le plus faible, ni l'un des pays de la zone euro où le taux d'emploi des travailleurs âgés est le plus bas. À cet égard, améliorer le fonctionnement du service public de l'emploi en rapprochant ANPE et Unedic, faciliter pour les salariés la possibilité de faire des heures supplémentaires, instaurer un nouveau mode de rupture conventionnelle du contrat de travail et introduire des contrats de travail plus adaptés aux attentes des employeurs, notamment un contrat à durée déterminée pour un objet défini et un contrat de portage salarial, constituent des avancées très importantes, susceptibles tant de distribuer du pouvoir d'achat dans l'économie que de favoriser de nouvelles créations d'emplois par les entreprises.

Évidemment, la réforme des régimes spéciaux de retraite plusieurs fois reportée et que votre Gouvernement a su mettre en œuvre est également un signe capital de la volonté réformatrice qui doit être celle de la France aujourd'hui. Elle permettra de consolider les fondements d'un modèle de solidarité confronté au défi du vieillissement démographique.

Ces réformes devront être poursuivies, et les travaux de nos économistes, comme les conclusions de nombreuses autres institutions, ne peuvent qu'inviter à aller plus loin dans l'adaptation des structures de l'économie française aux exigences de la globalisation. À cet égard, à un moment où la compétitivité relative de la France commence à se redresser, il importe d'être extrêmement vigilant quant aux développements touchant à la formation des salaires en général et aux revenus minimaux, dont le SMIC, en particulier.

Sauf à provoquer une hausse des prix qui annule immédiatement ses effets en termes de pouvoir d'achat, et pénalise en particulier les personnes en situation fragile, la hausse des salaires doit se fonder sur la redistribution, au niveau de chaque entreprise, d'une partie des gains de productivité réalisés. En sens inverse, une hausse trop rapide du SMIC, aux effets horizontaux et indiscriminés, comporterait un risque pour la compétitivité de certaines de nos entreprises, donc pour la croissance et pour l'emploi.

Il apparaît souhaitable de développer de façon plus cohérente et lisible les incitations à l'offre de travail, en rendant ce dernier plus rémunérateur par rapport à l'inactivité. Ainsi, les réflexions menées sur le lien à établir entre indemnités de chômage, effort de réinsertion dans le monde du travail et formation proposée aux personnes privées d'emploi, paraissent aller dans la bonne direction, de même que les réflexions engagées sur les revenus de remplacement qui visent à rendre, pour chaque personne, le revenu continûment croissant avec le niveau d'activité. Le temps partiel choisi constitue aussi un moyen de concilier emploi et activités familiales, préférable à l'inactivité. Toutes ces mesures, il faut le souligner, sont parfaitement compatibles avec le souci d'élever le pouvoir d'achat, au plan individuel comme pour l'ensemble de l'économie française.

Bien entendu, les réformes ne doivent pas seulement intervenir sur le marché du travail, mais également sur le marché des biens. Les pays qui ont réussi ces changements sont ceux qui ont pu développer une logique vertueuse de l'activité, de la productivité et de l'emploi. Si un seul chaînon manque, les réformes mises en place ailleurs ne produisent pas tous les effets escomptés.

On sait ainsi qu'il existe, dans notre pays, d'importants gisements d'emplois dans les services marchands. On sait aussi que, le plus souvent, ces emplois sont, par nature, non délocalisables. Mais leur développement reste encore entravé par de nombreux obstacles. Il est encore trop souvent difficile, voire interdit, en France, de produire ou de vendre des services.

Un réexamen serein de l'ensemble des conditions légales et réglementaires d'exercice d'un grand nombre d'activités de commerces et de services paraît, à cet égard, constituer une priorité et une urgence. Le projet de loi de modernisation de l'économie comporte dans ce domaine des dispositions d'une grande importance.

Réduire les déficits publics

Avec un déficit public qui atteint 2,7 % du PIB en 2007 et une dette à 63,9 % du PIB, la situation des finances publiques est dégradée.

Notre pays s'est engagé à respecter le Pacte européen de stabilité et de croissance réformé et le respect de cet engagement matérialisé dans son programme de stabilité et de croissance est le gage de notre crédibilité vis-à-vis de nos partenaires européens.

Dans l'intérêt de notre économie et de nos concitoyens, une attention toute particulière doit être plus que jamais accordée à la soutenabilité des finances publiques. Le rôle traditionnellement reconnu aux finances publiques et sociales est de permettre une meilleure allocation des ressources dans l'économie, de favoriser la redistribution souhaitée des revenus et, si les conditions sont réunies, d'aider à la stabilisation des cycles économiques. Ces trois rôles sont toutefois plus périlleux à assurer dans une économie mondialisée qui atténue les marges de manœuvre et crée, de plus en plus,

une concurrence croissante entre les systèmes fiscaux les plus attractifs et les politiques publiques les plus performantes. Plusieurs défis majeurs s'ensuivent.

En premier lieu, un examen critique de la qualité des dépenses publiques s'impose. La France est le pays de la zone euro où la part des dépenses publiques par rapport au PIB est la plus élevée. Il convient donc de privilégier les dépenses porteuses d'avenir et qui accompagnent les réformes. À cet égard, la démarche engagée de révision générale des politiques publiques apparaît cruciale. Un regard vigilant s'impose tout particulièrement pour les allégements de charge dits « défensifs » destinés à atténuer des contraintes spécifiques qui pèsent sur la situation financière de nos entreprises. On doit ainsi s'interroger sur l'efficacité à long terme des dispositifs d'aide à l'emploi : utiles, voire indispensables quand ils assurent l'insertion dans la population active de personnes que les aléas de la vie ont privé de l'égalité des chances que tout citoyen peut attendre, ils sont moins légitimes quand ils servent, au contraire, à compenser financièrement les effets de rigidités introduites par ailleurs dans le fonctionnement du marché du travail, et qui touchent plus spécifiquement les décisions d'embauche.

En second lieu, les dépenses de structure méritent d'être allégées, comme le Gouvernement a commencé à le faire en engageant des mesures d'économies dans le cadre ambitieux de la révision générale des politiques publiques que vous avez initiée. Plus que d'autres, la France dispose de fonctions publiques de grande qualité, et c'est là une chance pour un très grand nombre de services rendus au meilleur coût à la collectivité. Néanmoins, de tous les pays développés, le nôtre est celui où la croissance des emplois publics a été la plus forte ces dernières années. Les administrations centrales, en particulier, n'ont pas adapté leurs effectifs à la mesure des missions dévolues aux collectivités locales, tandis que ces dernières recrutaient largement pour y faire face. Le départ à la retraite de générations importantes de fonctionnaires représente une opportunité qu'il faut saisir pour contrecarrer cette évolution et restaurer, de cette manière, des marges de manœuvre budgétaires.

Ainsi que le Gouvernement vient de le réaffirmer très clairement, le financement de la protection sociale devient enfin une priorité. Au fil des années, les comptes du régime général se révèlent en effet être durablement déficitaires. Or, avec des dépenses liées à l'âge qui vont continuer à fortement augmenter ces prochaines années, la pérennité du système français de protection sociale passe par le rétablissement rapide de l'équilibre des comptes sociaux. Pour la réalisation de cet objectif, la voie d'une augmentation globale des prélèvements sociaux ne peut être retenue en raison des effets néfastes qu'une telle hausse impliquerait sur la demande de travail et le pouvoir d'achat des ménages et alors même que le niveau des prélèvements obligatoires en France est déjà très élevé par rapport aux autres pays industrialisés. Les réformes structurelles visant à accroître le nombre des emplois et, *via* la poursuite des réformes des régimes de retraite, à allonger le nombre d'années travaillées permettront progressivement à la fois d'augmenter les recettes et de réduire les dépenses de la protection sociale. Il est souhaitable qu'elles puissent être conjuguées avec la mise en œuvre de mesures qui améliorent plus rapidement la maîtrise des dépenses sociales, et tout particulièrement des branches maladie et vieillesse.

Des réformes d'envergure sont donc plus que jamais nécessaires dans la gestion publique, pour réduire le fardeau que nous léguerons aux générations futures. Ce qui serait légitime si cette dette servait à constituer un capital productif dont bénéficieraient ces générations devient économiquement inefficace et moralement injuste quand ces générations futures se voient, en réalité, imposer le financement des dépenses courantes des générations

présentes. Pareil héritage est d'autant plus condamnable que le développement durable constitue une des priorités nouvelles des politiques publiques, et que jamais le souci de léguer aux générations à venir un environnement de qualité n'a autant inspiré et guidé l'action publique.

*

* *

L'économie française a commencé à engager des réformes en profondeur qu'il est impératif de poursuivre pour préserver, et si possible améliorer, la position relative de notre pays dans la concurrence globale. Notre pays possède des atouts humains et technologiques que beaucoup nous envient, mais notre économie est entravée par de multiples rigidités introduites au fil du temps et qui apparaissent particulièrement pénalisantes dans le monde ouvert et concurrentiel d'aujourd'hui.

C'est pourquoi les réformes sont indispensables. Nous avons la capacité d'obtenir plus de croissance, plus d'emploi, plus de pouvoir d'achat à condition de permettre à notre économie d'exploiter tout son potentiel. Si la mondialisation est ici ou là facteur d'insécurités accrues, elle offre en même temps des opportunités que nous devons nous préparer à saisir.

Christian NOYER

ACTUALITÉ

Document rédigé sur la base des données disponibles le 30 mai 2008

Faits saillants

La situation économique de la France

- L'indice de la production industrielle hors énergie et industrie agricole et alimentaire a progressé de 0,3 % au mois de février 2008 en données cvs-cjo, après + 1,2 % en janvier.
- D'après l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France, l'indicateur du climat des affaires a atteint 105 en mars, après 106 en février.
- En mars, l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a augmenté de + 3,5 % en glissement annuel.

La monnaie, les placements et les financements

- Dans la zone euro, le taux de croissance de *M3* a quelque peu baissé en février (11,3 %, après 11,5 % en janvier). Le ralentissement de l'agrégat étroit *M1* (3,7 %, après 4,3 %) et des instruments négociables inclus dans *M3* – *M2* (14,6 %, après 18,2 %) a été assez largement contrebalancé par l'accélération des autres dépôts à court terme constitutifs de *M2* – *M1* (19,4 %, après 17,9 %).
- S'agissant des contreparties de *M3*, le taux de croissance annuel des concours au secteur privé a légèrement diminué (12,5 %, après 12,7 %) en raison du ralentissement des crédits au secteur privé (10,9 %, après 11,1 %), alors que le rythme de progression des avoirs des IFM en titres émis par ce secteur est resté inchangé (43,3 %). La contribution de la contrepartie extérieure à la croissance de *M3* est devenue négative pour la première fois depuis septembre 2006 (– 0,3 point de croissance, après + 0,3 en janvier). La contraction des concours aux APU s'est un peu accentuée (– 2,5%, après – 2,2 %).
- En France, la croissance annuelle des crédits au secteur privé s'est modérée (13,0 %, après 13,6 %), le net ralentissement des crédits au secteur financier (19,3 %, après 29,5 %) n'ayant été que partiellement compensé par l'accélération des crédits aux SNF (14,5 %, après 14,2 %) et aux ménages (10,9 %, après 10,8 %).

Les marchés de capitaux

Le mois de mars a été marqué par une résurgence des tensions sur les marchés monétaires et de crédit. Dans ce contexte :

- le dollar a continué à se déprécier contre les principales devises ;
- les anticipations d'une baisse du taux directeur de la Réserve fédérale américaine ont été validées par la décision du FOMC d'abaisser le taux *Fed Fund* à 2,25 % cours de période sous revue ; *a contrario*, les taux monétaires anticipés de la zone euro se sont tendus ;
- les rendements obligataires ont augmenté en zone euro, mais été orientés à la baisse aux États-Unis ;
- les marchés boursiers ont reculé tandis que les primes de risque de crédit ont continué à s'accroître.

I| La situation économique de la France

I|1 La croissance et les prix

L'indice de la production industrielle (IPI) hors énergie et industrie agricole et alimentaire a progressé de 0,3 % au mois de février 2008 en données cvs-cjo, après + 1,2 % en janvier. L'acquis de croissance pour le premier trimestre est de + 1,1 %, après – 0,1 % au dernier trimestre de 2007.

D'après l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France, l'indicateur du climat des affaires a atteint 105 en mars, après 106 en février. L'activité industrielle est restée stable en mars. Le taux d'utilisation des capacités de production a légèrement diminué (83,1 %). Les perspectives de production exprimées par les chefs d'entreprises demeurent orientées à la hausse dans tous les secteurs d'activité. Dans le secteur des services marchands, la croissance de l'activité s'est poursuivie au mois de mars à un rythme légèrement moins marqué que le mois précédent. Dans le commerce de détail, l'activité apparaît à nouveau en repli.

L'indicateur synthétique de l'enquête INSEE dans l'industrie diminue en avril et s'établit à 106, après 108 en mars. Selon l'INSEE, la conjoncture dans les services se dégrade : l'indicateur synthétique se replie à 104 en mars, après 105 en février. L'activité prévue baisse sensiblement, passant de 10 en février à 3 en mars. Les perspectives générales se stabilisent à – 1 après une dégradation continue au cours des six derniers mois. En revanche, le solde d'opinion sur l'activité passée progresse de 13 à 18 et retrouve le niveau de l'automne 2007.

L'indice PMI des directeurs d'achat (estimation rapide) dans le secteur manufacturier est en baisse en avril (51,5, après 51,9 en mars). Il est au-dessus de son seuil d'expansion pour le 35ème mois consécutif. Dans le secteur des services, il est également en baisse, à 54,0 en avril, après 57,3 en mars, et reste lui aussi au-dessus de son seuil d'expansion pour le 58ème mois d'affilée.

Les dépenses de consommation des ménages en produits manufacturés reculent de 1,7 % en mars, après une hausse de 1,3 % en février.

Les immatriculations de véhicules neufs ont augmenté en mars (+ 1,6 % après + 10,6 % en février), mais reculent de 5 % sur l'ensemble du premier trimestre, après + 6,6 % au dernier trimestre 2007.

L'indicateur résumé de l'opinion des ménages baisse d'un point en avril (à – 37 contre – 36 en mars). En avril, le jugement des ménages sur l'évolution passée de leur situation financière s'améliore alors qu'ils sont plus pessimistes sur leur situation financière future.

Légère hausse du nombre de logements mis en chantier en mars : + 1,7 % par rapport à février.

Le solde du commerce extérieur de la France s'est de nouveau amélioré en février 2008 (– 2,8 milliards d'euros en données cvs-cjo FAB/FAB, après – 3,2 milliards en janvier 2008). Le solde cumulé sur douze mois à fin février s'établit à – 40,1 milliards.

Persistance d'une inflation élevée

En mars, l'indice du prix des matières premières importées par la France, exprimé en euros, a progressé de 3,5 %, après + 1,1 % en février. Le glissement annuel s'est établi à + 56,5 %. La hausse est sensible pour le prix de l'énergie (+ 3,8 %, après + 0,3 % en février), qui s'inscrit par ailleurs en hausse sur un an (+ 58,8 %).

Le cours du *Brent* en dollars a de nouveau augmenté en mars, à 103,5 dollars le baril (en moyenne ; + 8,7 % par rapport à février). En euros, le prix du baril a moins progressé, à 66,7 dollars le baril (+ 3,3 %) du fait de l'appréciation de l'euro (+ 5,3 %) vis-à-vis du dollar.

En février, les prix à la production dans l'industrie pour le marché français ont progressé de 0,4 %, après + 0,6 % en janvier. Sur un an, la hausse atteint 4,9 % (+ 1,7 % hors énergie et industries agricoles et alimentaires).

En mars, l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'accroît de + 0,8 %. Sur un an, il augmente de + 3,5 % (après + 3,2 % en février).

ENCADRÉ 1

Évolution récente de l'environnement international et zone euro

États-Unis

• Réunion du FOMC des 29 et 30 avril 2008 : baisse du taux des fonds fédéraux de 25 points de base, à 2,00 %
• Croissance du PIB stable au premier trimestre 2008 : + 0,6 % en variation trimestrielle annualisée (estimation avancée), comme au quatrième trimestre 2007. En glissement annuel : + 2,5 %, après + 2,8 % au quatrième trimestre 2007
• Accélération de la baisse du nombre de permis de construire en mars (– 40,9 % sur un an, après – 37,9 % en février) et du nombre de mises en chantier (– 36,1 %, après – 25,5 % en février)
• Inflation mesurée par le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation stable en mars : + 4,0 % comme en février. Légère hausse de l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) : 2,4 %, après 2,3 % en février
• Hausse des ventes au détail en valeur en mars (cvs) : + 0,5 % en variation mensuelle (– 0,5 % en février) et + 2,3 % en glissement annuel (+ 2,7 % en février)
• Hausse du taux de chômage en mars à + 5,1 %, après + 4,8 % en février
• Hausse du déficit de la balance des biens et services en février : – 60,6 milliards de dollars, contre – 57,9 milliards en janvier et – 58,8 milliards en février 2007

Japon

• PIB au premier trimestre 2008 (prix constants, cvs, première estimation) : + 0,8 % en variation trimestrielle, après + 0,6 % au quatrième trimestre 2007 (+ 0,9 % en précédente estimation). En glissement annuel : + 1,1 % au premier trimestre 2008, après + 1,4 % au quatrième trimestre 2007 (+ 1,8 % en précédente estimation)
• Indicateur du climat des affaires de l'enquête TANKAN (pour toutes les entreprises, solde net d'opinions favorables) au premier trimestre 2008 : – 4, après + 2 au quatrième trimestre 2007
• Indice PMI du secteur manufacturier (cvs) en avril : 48,6, après 49,5 en mars
• Indice des prix à la consommation en mars (données brutes) : + 1,2 % sur un an, après + 1,0 % en février
• Dépenses de consommation des ménages en mars (volume) : – 1,6 % sur un an après + 0,0 % en février. Variation mensuelle : – 2,2 %, après – 2,9 % en février
• Taux de chômage en mars (cvs) : 3,8 %, après 3,9 % en février
• Rémunération nominale des salariés par tête en mars : + 1,5 % sur un an comme en février
• Excédent commercial en mars (données brutes des douanes en valeur) : 1 118,6 milliards de yens, soit 7,13 milliards d'euros, contre 1 602,6 milliards de yens en mars 2007, soit 10,31 milliards d'euros

Royaume-Uni

• PIB au premier trimestre 2008 (en estimation préliminaire) : + 0,4 % en variation trimestrielle, après + 0,6 % au quatrième trimestre 2007. En glissement annuel : + 2,5 %, après + 2,8 % au quatrième trimestre 2007
• Inflation mesurée par le glissement annuel de l'IPCH : + 2,5 % en mars comme en février
• Décision du MPC de la BoE du 10 avril 2008 : baisse de 25 points de base du taux directeur, à 5,00 %
• Taux de chômage décembre 2007-février 2008 : 5,2 %, contre 5,3 % de septembre à novembre 2007
• Déficit commercial en février : 7,5 milliards de livres en baisse par rapport à janvier (7,9 milliards de livres)

Zone euro

• D'après les deuxièmes estimations d'Eurostat, la croissance du PIB pour le quatrième trimestre 2007 est de + 0,4 % (+ 2,2 % en rythme annuel)
• Hausse de 0,3 % de la production industrielle en février, soit un glissement annuel de + 3,1 %
• Augmentation des prix à la production industrielle de 0,6 % en février, soit + 5,3 % en glissement annuel
• Baisse du volume des ventes du commerce de détail de 0,5 % en février, soit – 0,2 % en glissement annuel
• Estimation rapide des indices PMI du mois d'avril : 50,8 dans le secteur manufacturier et 51,8 dans celui des services
• Taux de chômage à 7,1 % en mars, inchangé depuis janvier. Baisse de 0,4 point sur un an
• Glissement annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) estimé à + 3,3 % en avril
• Excédent des échanges de biens de 3,1 milliards d'euros (en données cvs-cjo en valeur) en février 2008

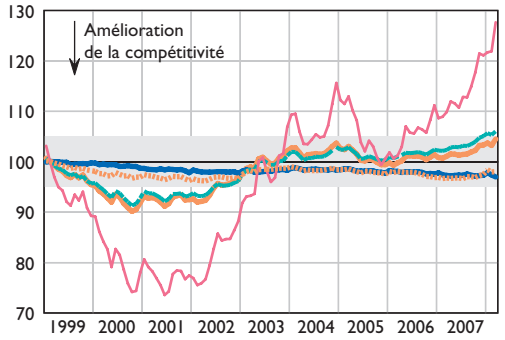
ENCADRÉ 2

Compétitivité de l'économie française

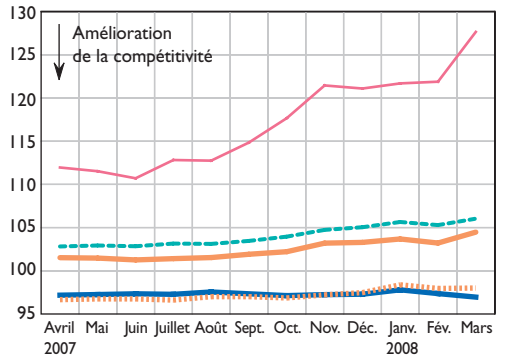
Mesurée par les prix à la consommation

(indices base 100 = 1er trimestre 1999)

... depuis 1999



... sur un an

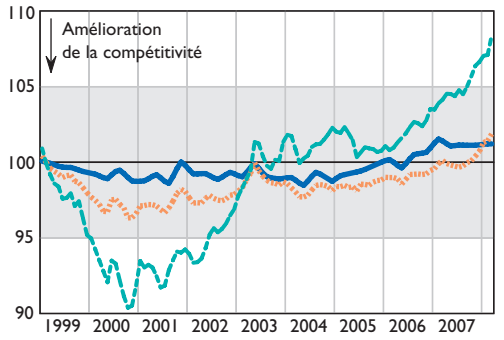


- Vis-à-vis d'un ensemble de 56 partenaires
- Vis-à-vis des pays industrialisés
- Vis-à-vis des partenaires de l'Union européenne à 25
- Vis-à-vis des partenaires de la zone euro
- Vis-à-vis des États-Unis
- Écart de + ou – 5 % par rapport au premier trimestre 1999

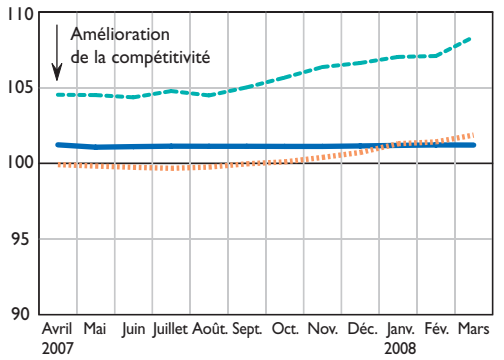
Mesurée par les coûts salariaux unitaires de l'ensemble de l'économie

(indices base 100 = 1er trimestre 1999)

... depuis 1999



... sur un an



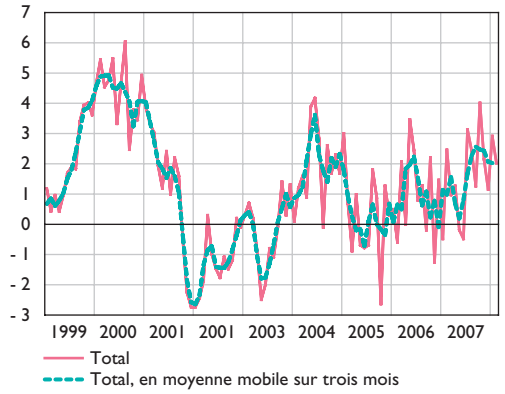
- Vis-à-vis des partenaires de la zone euro
- Vis-à-vis des partenaires de l'Union européenne à 15
- Vis-à-vis de 22 partenaires de l'OCDE
- Écart de + ou – 5 % par rapport au premier trimestre 1999

Note : La composition des groupes de pays cités est décrite dans la notice méthodologique de la partie « Statistiques » du présent Bulletin.
Sources : Banque de France, BCE, BRI, FMI, INSEE, OCDE, Thomson Financial Datastream
Calculs : Banque de France

Croissance et prix : indicateurs conjoncturels

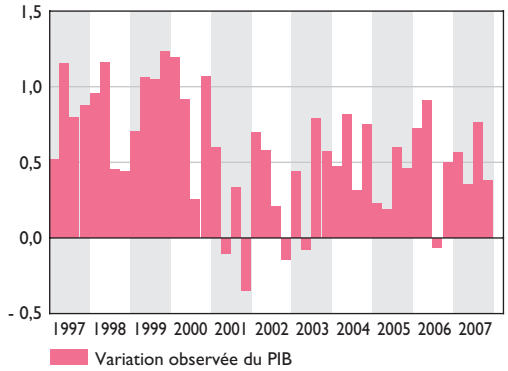
Production industrielle hors BTP

(glissement annuel, en %)



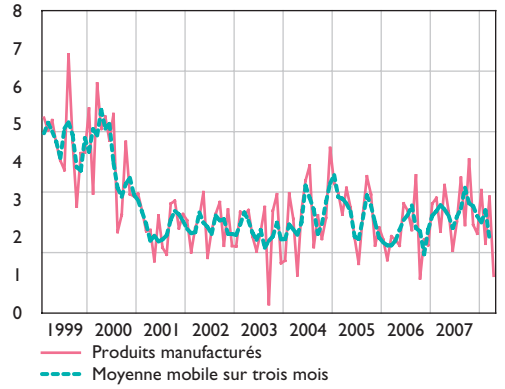
PIB

(variation trimestrielle cvs-cjo, en %)



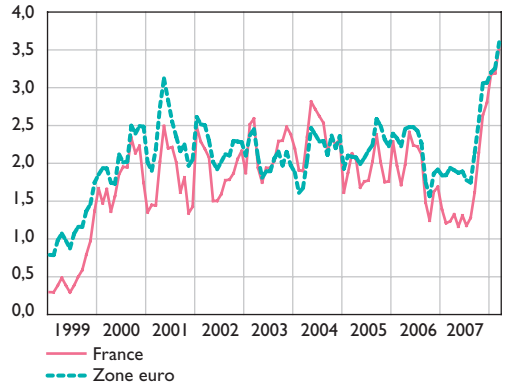
Consommation des ménages en produits manufacturés

(glissement annuel, en %)



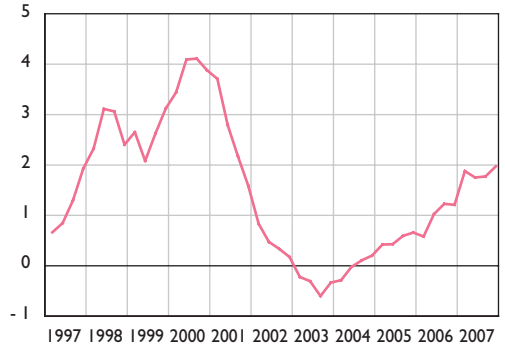
Indice harmonisé des prix à la consommation

(glissement annuel, en %)



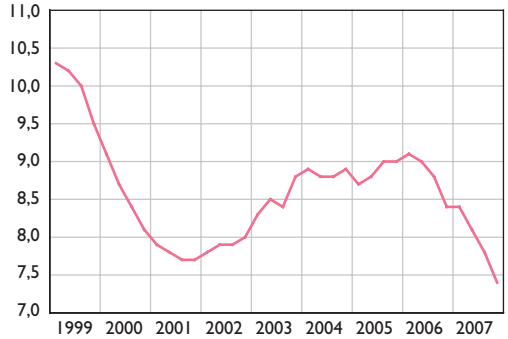
Effectifs salariés dans les secteurs marchands

(glissement annuel, en %)



Taux de chômage au sens du BIT

(niveau trimestriel, en %)



Sources : INSEE, Banque de France

1|2 La balance des paiements

Les résultats en février 2008

Le compte de *transactions courantes* se redresse en février de 1,9 milliard par rapport à janvier pour atteindre – 0,6 milliard d'euros. Le solde des échanges de biens enregistre une amélioration de 0,5 milliard sur le mois, à – 3,2 milliards. L'excédent des échanges de services connaît une forte progression de 1,2 milliard et s'établit à 2 milliards, principalement sous l'effet de la hausse du solde des redevances.

Dans le *compte financier*, les *investissements directs* se soldent par des sorties nettes de capitaux de 7,1 milliards. Les investissements français à l'étranger atteignent 9,8 milliards (après 8,7 milliards en janvier), les investissements étrangers en France s'inscrivant pour leur part à un niveau très faible ce mois-ci (2,7 milliards, après 5,3 milliards en janvier).

Les *investissements de portefeuille* dégagent des entrées nettes de 18,9 milliards d'euros, après des sorties nettes de 14,3 milliards en janvier. Les achats nets de titres étrangers par les résidents sont très faibles (– 0,7 milliard). Ceci masque toutefois d'importants achats de titres du marché monétaire (20 milliards) notamment de la part des IFM résidentes, qui sont compensés par des cessions nettes d'actions et de titres d'OPCVM (9,4 milliards) ainsi que de titres obligataires (9,8 milliards). De leur côté, les non-résidents acquièrent 19,6 milliards de titres français, essentiellement sous forme d'obligations (10,4 milliards) et de titres du marché monétaire (9,8 milliards). Ces achats portent sur des titres publics.

Les « *autres investissements* » se soldent par des sorties nettes de 19,9 milliards qui proviennent des opérations des IFM (– 10,4 milliards exclusivement avec des contreparties hors zone euro) et des autres secteurs (– 8,4 milliards imputables pour l'essentiel aux entreprises d'investissement).

La balance des paiements simplifiée

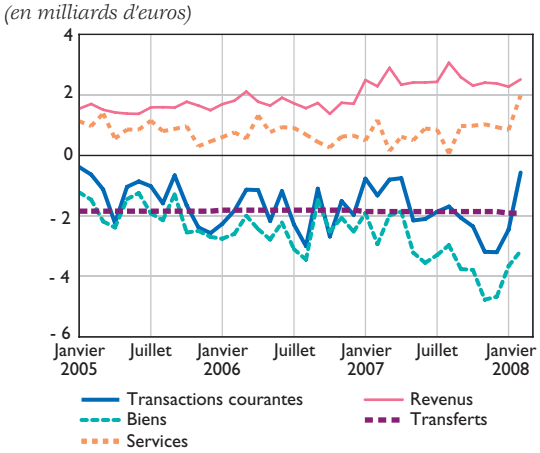
(en milliards d'euros)

	Cumuls 12 mois (données brutes)			Cumuls 3 mois glissants (cvs-cjo) (a)		Montants mensuels (cvs-cjo) (a)		
	Déc. 2006 (b)	Déc. 2007 (b)	Février 2008 (c)	Février 2007 (b)	Février 2008 (c)	Déc. 2007 (b)	Janvier 2008 (c)	Février 2008 (c)
Compte de transactions courantes	**- 22,5**	**- 21,9**	**- 24,6**	**- 4,1**	**- 6,2**	**- 3,2**	**- 2,5**	**- 0,6**
Biens	- 30,0	- 38,6	- 40,8	- 7,4	- 11,5	- 4,7	- 3,7	- 3,2
Services	8,3	8,9	10,4	2,3	3,8	0,9	0,8	2,0
Revenus	21,0	30,1	28,7	6,5	7,2	2,4	2,3	2,5
Transferts courants	- 21,7	- 22,3	- 23,0	- 5,5	- 5,7	- 1,9	- 1,9	- 1,9
Compte de capital	**- 0,2**	**1,9**	**1,8**	**0,4**	**0,3**	**0,0**	**0,2**	**0,1**
Compte financier	**63,9**	**47,3**	**18,7**	**10,4**	**- 19,2**	**- 13,7**	**- 14,1**	**8,7**
Investissements directs	- 27,1	- 49,8	- 53,0	- 18,4	- 12,6	- 2,2	- 3,4	- 7,1
- Français à l'étranger	- 91,7	- 159,3	- 160,0	- 35,4	- 37,5	- 19,0	- 8,7	- 9,8
dont opérations en capital social	- 40,8	- 68,0	- 67,7	- 17,0	- 6,8	0,0	- 2,9	- 3,8
- Étrangers en France	64,6	109,5	107,0	16,9	24,9	16,9	5,3	2,7
dont opérations en capital social	18,1	20,1	21,1	3,3	3,9	3,3	0,8	- 0,2
Investissements de portefeuille	- 59,5	- 16,5	- 9,5	20,7	13,7	9,0	- 14,3	18,9
- Avoirs	- 270,5	- 140,1	- 126,6	- 39,8	- 13,5	13,7	- 26,4	- 0,7
dont actions et titres d'OPCVM	- 48,3	3,9	22,9	- 18,9	8,6	2,1	- 3,0	9,4
- Engagements	211,0	123,6	117,1	60,5	27,2	- 4,6	12,2	19,6
dont actions et titres d'OPCVM	58,8	32,0	26,3	26,1	7,5	4,3	3,7	- 0,6
Produits financiers dérivés	3,3	- 1,6	3,5	- 1,3	5,4	1,8	- 7,9	11,5
Autres investissements	155,9	115,7	76,5	12,8	- 30,3	- 25,8	15,4	- 19,9
dont IFM	135,6	95,6	11,9	20,6	- 52,5	- 9,9	- 32,3	- 10,4
Avoirs de réserve	- 8,8	- 0,5	1,3	- 3,3	4,8	3,5	- 3,9	5,1
Erreurs et omissions (d)	**- 41,3**	**- 27,3**	**4,1**	**- 10,7**	**23,1**	**15,5**	**19,4**	**- 11,8**

(a) Données cvs-cjo pour le compte de transactions courantes et données brutes pour le compte financier et le compte de capital
(b) Chiffres semi-définitifs
(c) Chiffres provisoires
(d) Égales, mais de signe opposé, à la somme des soldes du compte financier, des comptes de capital et de transactions courantes (en données brutes)

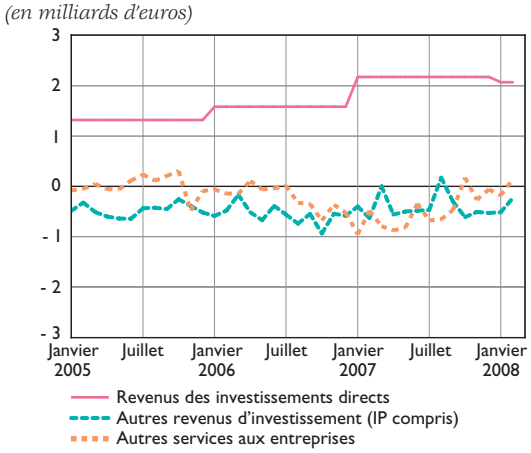
Transactions courantes
Soldes – 1 (a)

(en milliards d'euros)



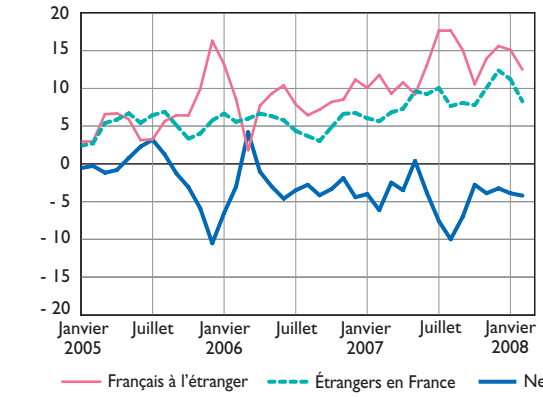
Transactions courantes
Soldes – 2 (a)

(en milliards d'euros)



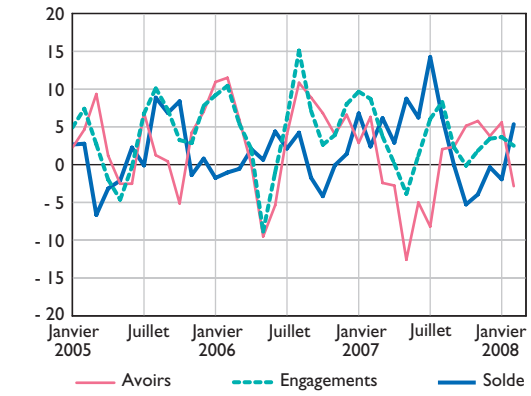
Investissements directs (b)
(moyenne mobile sur 3 mois)

(en milliards d'euros)



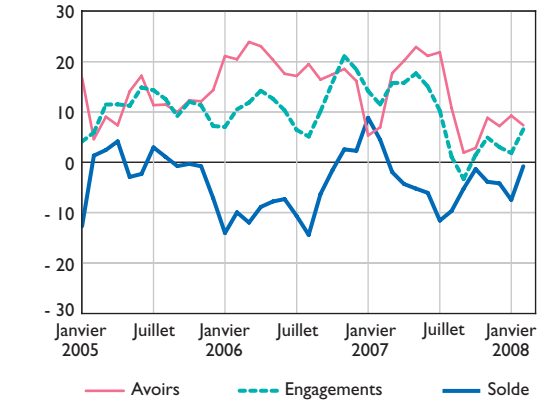
Investissements de portefeuille – Actions (b)
(moyenne mobile sur 3 mois)

(en milliards d'euros)



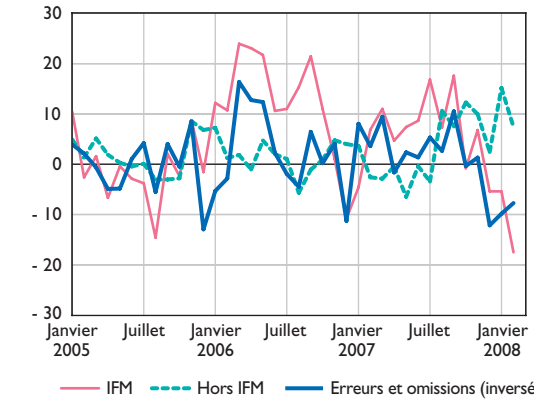
Investissements de portefeuille – Titres de dette (b)
(moyenne mobile sur 3 mois)

(en milliards d'euros)



Autres investissements – Erreurs et omissions
(moyenne mobile sur 3 mois)

(en milliards d'euros)



(a) Les séries figurant dans ces graphiques sont en données cvs-cjo, à l'exception des transferts courants et des revenus d'investissements directs (ID) qui sont lissés.
(b) Signe de balance inversé pour les avoirs : un signe positif sur le graphique correspond à un investissement net des résidents.

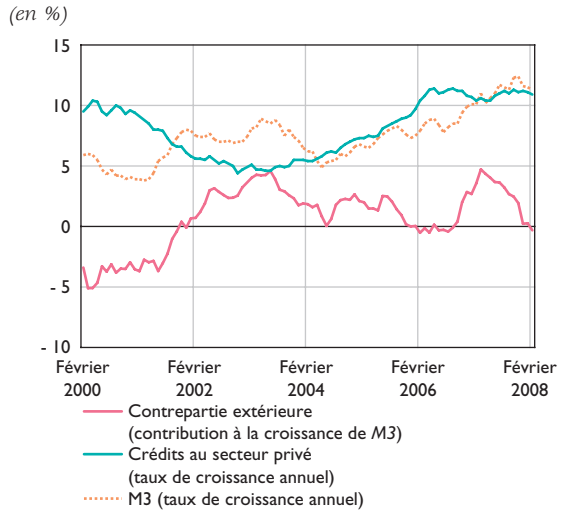
2| La monnaie, les placements et les financements

2|1 Les grandes tendances en France et dans la zone euro

Dans la zone euro, le taux de croissance annuel cvs de *M3* a légèrement baissé en février (11,3 %, après 11,5 %). Le ralentissement de l'agrégat étroit *M1* (3,7 %, après 4,3 %) et des instruments négociables inclus dans *M3 – M2* (14,6 %, après 18,2 %) a été assez largement contrebalancé par l'accélération des autres dépôts à court terme constitutifs de *M2 – M1* (19,4 %, après 17,9 %).

Au sein des contreparties de *M3*, le taux de croissance annuel des concours au secteur privé a quelque peu diminué (12,5 %, après 12,7 %) tandis que la contraction des concours aux APU s'est légèrement accentuée (– 2,5%, après – 2,2 %). Pour la première fois depuis septembre 2006, la contribution de la contrepartie extérieure à la croissance de *M3* est devenue légèrement négative (– 0,3 point de croissance, après + 0,3 en janvier).

Agrégat monétaire, crédits au secteur privé et contrepartie extérieure – zone euro
(données cvs)



Source : BCE

En France, le taux de croissance annuel des dépôts à vue s'est légèrement redressé (4,9 %, après 4,4 %) tandis que celui des autres dépôts à court terme a

Tendances monétaires et financières – zone euro et France

(encours en milliards d'euros ; taux de croissance et part en %)

	Encours à fin février 2008	Taux de croissance annuel (a)		Part dans la zone euro Février 2008
		Janvier 2008	Février 2008	
Zone euro (b)				
Agrégats monétaires (en données cvs)				
Billets et pièces en circulation	634,6	7,8	7,6	
+ Dépôts à vue	3 213,9	3,6	2,9	
= M1	**3 848,5**	**4,3**	**3,7**	
+ Autres dépôts monétaires	3 638,7	17,9	19,4	
= M2	**7 487,1**	**10,4**	**10,7**	
+ Instruments négociables	1 332,2	18,2	14,6	
= M3	**8 819,3**	**11,5**	**11,3**	
Crédits au secteur privé (en données cvs)	**10 357,3**	**11,1**	**10,9**	
Créances sur le secteur privé (en données cvs)	**12 221,3**	**12,7**	**12,5**	
FRANCE				
Principaux actifs monétaires (c)				
Dépôts à vue	460,25	4,4	4,9	14,3
Comptes sur livret	446,37	4,9	5,3	28,9
Dépôts à terme ≤ 2 ans	147,72	94,6	111,2	7,0
Titres d'OPCVM monétaires	361,27	5,4	6,0	48,1
Titres de créance ≤ 2 ans	120,31	47,7	37,2	44,9
Crédits au secteur privé (c)	**1 775,60**	**13,6**	**13,0**	**17,1**

(a) Évolutions corrigées de l'incidence des reclassements et des effets de valorisation
(b) Opérations des IFM de la zone euro avec les autres résidents de la zone euro
(c) Opérations des IFM françaises avec les autres résidents français y compris les crédits des FCC
Source : BCE et Banque de France

marqué un net rebond (20,4 %, après 17,3 %) en raison de la reprise de l'essor des dépôts à terme de moins de deux ans (111,2 %, après 94,6 %) et du renforcement de la croissance des comptes sur livret (5,3 %, après 4,9 %).

En revanche, la croissance des instruments négociables a continué de se modérer, le nouveau ralentissement des titres de créance de moins de deux ans (37,2 %, après 47,7 %) l'emportant sur l'accélération des titres d'OPCVM monétaires (6,0 %, après 5,4 %) et des pensions (33,0 %, après 12,9 %).

2|2 L'endettement intérieur total – France

La croissance annuelle de l'endettement intérieur total s'est un peu renforcée en février (9,9 %, après 9,7 %), principalement en raison de la reprise de l'endettement des administrations publiques (5,7 %, après 4,9 %). Les rythmes de croissance de l'endettement des ménages et des sociétés non financières sont restés à peu près constants (respectivement 10,8 %, après 10,7 % et 13,1 %, après 13,2 %).

Endettement intérieur total – France

(taux de croissance annuel en %)

	Février 2007	Janvier 2008	Février 2008
Endettement intérieur total	**6,7**	**9,7**	**9,9**
Sociétés non financières	8,7	13,2	13,1
Ménages	11,5	10,7	10,8
Administrations publiques	1,4	4,9	5,7

Endettement intérieur total par source de financement – France

(taux de croissance annuel en %)

	Février 2007	Janvier 2008	Février 2008
Endettement intérieur total	**6,7**	**9,7**	**9,9**
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	9,6	12,0	12,1
Crédits obtenus auprès des non-résidents (a)	16,3	22,0	20,5
Financements de marché	0,6	2,9	3,9

(a) Données provisoires.

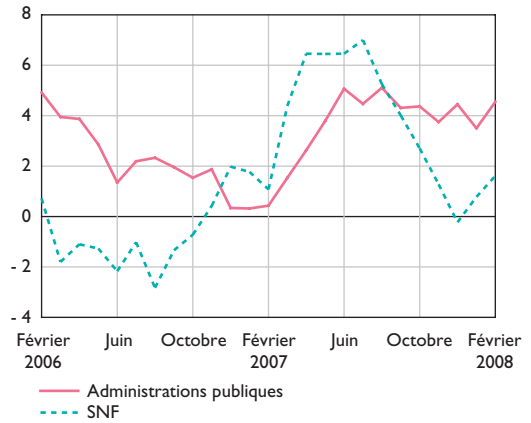
Le taux de progression annuel des crédits consentis aux agents non financiers résidents par les institutions financières résidentes a très légèrement augmenté (12,1 %, après 12,0 %) : l'accélération des crédits aux sociétés non financières (13,9 %, après 13,5 %) et celle, moins marquée, des crédits aux ménages (10,8 %, après 10,7 %) ont été partiellement compensées par le ralentissement des crédits consentis aux administrations publiques (11,7 %, après 13,1 %).

2|3 L'endettement sur les marchés

Le taux de croissance annuel des financements de marché s'est redressé (3,9 %, après 2,9 %) du fait de la reprise des émissions nettes des administrations publiques (4,6 %, après 3,5 %) et, dans une moindre mesure, de celles des sociétés non financières (1,6 %, après 0,8 %). Ce regain d'émissions a, pour l'un et l'autre secteur, surtout porté sur les titres à court terme.

Endettement des sociétés non financières et des administrations publiques sur les marchés – France

(taux de croissance annuel en %)



Source : Banque de France

2|4 Les crédits des institutions financières monétaires

En France, le taux de croissance annuel des crédits accordés aux résidents par les institutions financières monétaires a diminué en février (13,1 %, après 13,7 % en janvier) du fait de la décélération des crédits aux administrations publiques (12,1 %, après 13,5 %) et de ceux au secteur privé (13,1 %, après 13,7 %).

Crédits par agents et par objets

(taux de croissance annuel en %)

	Février 2007	Janvier 2008	Février 2008
Crédits des IFM (a)	**10,2**	**13,7**	**13,1**
Aux APU	*6,5*	*13,5*	*12,1*
au secteur privé	*10,5*	*13,7*	*13,2*
dont :			
Crédits des EC aux ménages (b)	11,5	10,8	10,9
dont : Trésorerie	*3,6*	*5,7*	*5,9*
Habitat	*14,6*	*12,7*	*12,7*
Crédits des EC aux SNF	8,8	14,2	14,5
dont : Trésorerie	*6,0*	*18,1*	*18,9*
Investissement	*9,5*	*11,2*	*11,8*
Crédits des EC au secteur financier	13,4	29,5	19,3
dont : Clientèle financière	*15,5*	*24,4*	*9,5*
Assurances	*7,3*	*43,3*	*50,2*

(a) Hors crédits à l'actif des FCC
(b) N'incluent pas les crédits de trésorerie distribués aux ISBLM.

Le taux de croissance annuel des crédits aux ménages (hors institutions sans but lucratif au service des ménages – ISBLM) a très légèrement augmenté en février (10,9 %, après 10,8 %), la reprise des crédits de trésorerie (5,9 %, après 5,7 %) venant s'ajouter à la croissance soutenue des crédits à l'habitat (12,7 %). L'accélération des crédits aux sociétés non financières s'est poursuivie (14,5 %, après 12,2 %), tant pour les crédits de trésorerie (18,9 %, après 18,1 %) que pour les crédits à l'investissement (11,8 %, après 11,2 %). En revanche, le taux de croissance annuel des crédits au secteur financier a nettement diminué (19,3 %, après 29,5 %).

2|5 Les taux d'intérêt sur les contrats nouveaux

En février, le taux d'intérêt moyen des crédits nouveaux aux ménages a continué d'augmenter (5,92 %, après 5,85 %) alors que celui des crédits nouveaux aux sociétés non financières a quelque peu diminué (5,16 %, après 5,20 %).

• S'agissant des crédits aux ménages, la hausse des taux a été minime pour les crédits à la consommation (7,17 %, après 7,15 %) et les crédits à l'habitat. Au sein de ces derniers, elle a été à peine plus marquée pour les crédits de PFIT inférieure ou égale à un an (4,93 %, après 4,89 %) que pour ceux de PFIT supérieure (4,73 %, après 4,70 %). Le taux des découverts a augmenté de façon un peu plus sensible (10,88 %, après 10,81 %).

• La baisse des taux des crédits aux sociétés non financières a été ténue pour ceux de PFIT inférieure ou égale à un an (5,09 %, après 5,10 %) comme pour ceux de PFIT supérieure (5,02 %, après 5,04 %). En revanche, les taux appliqués aux découverts ont nettement diminué, corrigeant pour partie leur forte poussée du mois précédent (5,56 %, après 5,70 % en janvier et 5,45 % en décembre).

2|6 Les flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

Appréciés en cumul sur douze mois, les flux de souscriptions nettes sont restés négatifs à fin février pour les différentes catégories de titres d'OPCVM. Les flux de rachats nets ont continué de s'accroître pour les titres d'OPCVM « actions » et surtout pour les titres d'OPCVM « diversifiés ». En revanche, les flux de rachats nets de titres d'OPCVM « monétaires » et « obligations » se sont quelque peu réduits.

Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

(flux sur 12 mois/encours, en %)

	Décembre 2006	Décembre 2007	Janvier 2008	Février 2008
OPCVM monétaires	7,4	- 8,9	- 6,9	- 6,5
OPCVM obligations	- 1,0	- 7,0	- 8,6	- 7,1
OPCVM actions	6,5	- 2,9	- 4,9	- 6,1
OPCVM diversifiés	26,9	- 6,7	- 13,3	- 17,7

Source : Europerformance-Groupe Fininfo

ENCADRÉ 3

Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en mars 2008

Obligations émises à Paris

(en milliards d'euros)

	Émissions nettes				Émissions brutes			Encours à fin mars 2008
	Année 2007	Mars 2007 à février 2008	Avril 2007 à mars 2008	Mars 2008	Mars 2007 à février 2008	Avril 2007 à mars 2008	Mars 2008	
Sociétés non financières	- 7,0	- 5,5	- 6,1	- 0,2	3,0	2,3	0,0	52,1
État	25,9	27,3	24,5	5,9	61,7	58,8	5,9	652,1
Autres administrations publiques	- 4,3	- 4,3	- 4,3	0,0	0,0	0,0	0,0	32,9
Institutions financières monétaires	- 1,4	1,0	3,4	2,3	13,2	15,2	2,7	121,4
Institutions financières non monétaires	- 1,7	- 2,1	- 2,1	- 0,4	0,2	0,2	0,0	23,3
Total	**11,5**	**16,4**	**15,4**	**7,6**	**78,1**	**76,5**	**8,6**	**881,8**

Le montant des émissions obligataires des résidents sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois de mars 2008 s'est établi à 8,6 milliards d'euros, après 12 milliards d'euros le mois précédent.

Compte tenu des remboursements intervenus sur la période, les émissions nettes se sont élevées à 7,6 milliards contre 11 milliards le mois précédent.

Au cours du mois sous revue, l'Agence France Trésor a émis quatre nouvelles tranches pour un montant total de 5,9 milliards d'euros représentant 68,6 % des fonds levés sur la place de Paris.

3| Les marchés de capitaux

Le mois de mars a été marqué par une résurgence des tensions sur les marchés monétaires et de crédit. Dans ce contexte :

• le dollar a continué à se déprécier contre les principales devises ;

• les anticipations d'une baisse du taux directeur de la Réserve fédérale américaine ont été validées par la décision du FOMC d'abaisser le taux *Fed Fund* à 2,25 % cours de période sous revue ; *a contrario*, les taux monétaires anticipés de la zone euro se sont tendus ;

• les rendements obligataires se sont accrus en zone euro, mais été orientés à la baisse aux États-Unis ;

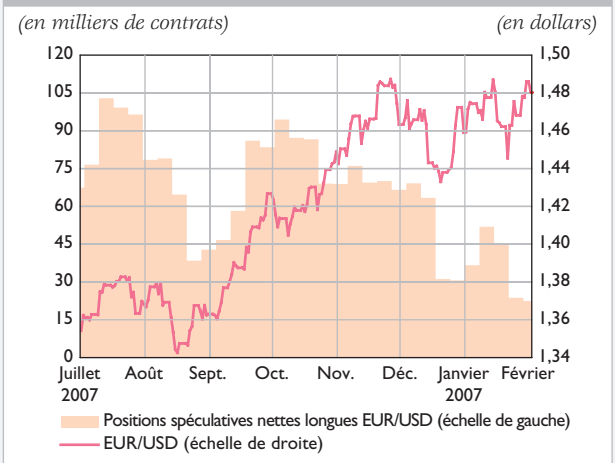
• les marchés boursiers ont reculé tandis que les primes de risque de crédit ont continué à augmenter.

3|1 Les marchés de change et de matières premières

En mars, le dollar a poursuivi sa dépréciation contre les principales devises sous l'effet de la poursuite anticipée de la baisse du taux *Fed Fund* de la Réserve fédérale américaine. De plus, les déclarations de membres du Conseil des gouverneurs de la BCE soulignant la vigilance accordée aux tensions inflationnistes ont constitué un facteur de soutien de l'euro face au dollar.

L'euro s'est ainsi apprécié de 3,9 % contre le dollar à 1,5772 le 31 mars, après avoir touché un nouveau plus-haut historique à 1,5904 le 17 mars. Cette évolution a suscité plusieurs déclarations de membres du Conseil des gouverneurs de la BCE quant au caractère non souhaité d'une volatilité excessive du marché des changes. On notera que cette appréciation de l'euro face au dollar s'est néanmoins déroulée dans un contexte de réduction des positions spéculatives longues euro sur le marché à terme. En outre, l'examen des primes des options de change montre que les participants de marché anticipaient majoritairement une nouvelle appréciation du dollar contre euro.

Cours de change de l'euro contre dollar et positions spéculatives nettes rapportées à la CFTC (a)



(a) Commodities Futures Trading Commission

La vigueur de l'euro s'est également manifestée vis-à-vis de la livre sterling, l'EUR/GBP s'appréciant de 4,1 % à 0,7953 dans le sillage d'anticipations de nouvelles baisses du taux directeur britannique en 2008.

Le cours de l'or a connu une forte volatilité en mars : après voir atteint un plus-haut historique à 1 029 dollars l'once le 17 mars, l'or a finalement cédé 5,9 % sur la période, pour atteindre 915 dollars l'once le 31 mars.

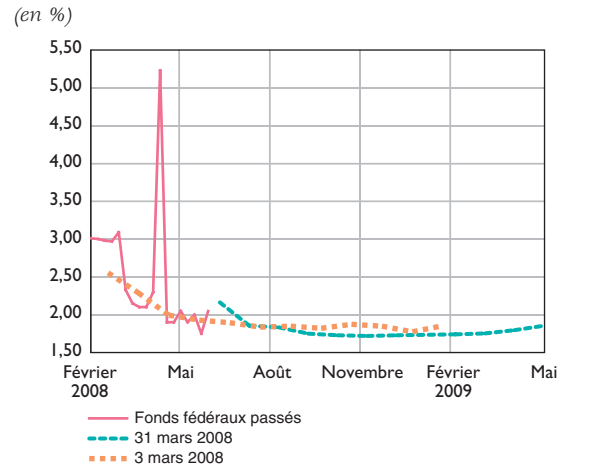
Les cours du pétrole brut sont restés quasiment inchangés fin mars par rapport au début de la période sous revue, l'indice de référence *West Texas Intermediate* étant resté proche d'un niveau de 103 dollars le baril. Les anticipations de croissance moindre aux États-Unis et dans le monde ont pesé sur les cours. Ce mouvement a néanmoins été limité par la décision de l'OPEP début mars de maintenir ses quotas de production.

3|2 Les marchés de taux

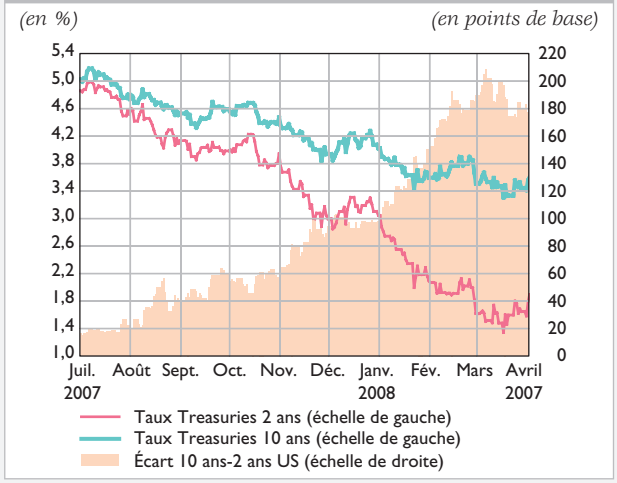
États-Unis

Les taux monétaires anticipés se sont légèrement inscrits en baisse au cours de la période sous revue, les prévisions des participants de marché ayant été

Taux des fonds fédéraux passés et anticipés tirés des *overnight swap spreads*



Taux des emprunts américains à 2 et 10 ans



validées par la baisse du taux Fed Fund de 3,00 % à 2,25 % décidée par le FOMC au milieu du mois. Fin mars, les marchés anticipaient deux nouvelles baisses de 25 points de base du taux directeur aux FOMC de fin avril 2008 et fin juin 2008, puis une stabilisation à 1,75 %. Face à la persistance des tensions sur les marchés monétaires au comptant, la Réserve fédérale a annoncé au cours du mois de mars la mise en place de nouvelles mesures exceptionnelles :

• une baisse de 25 points de base du taux de la « *discount window* » de 50 à 25 points de base au dessus du taux des *Fed Funds* ;

• la création d'une *primary dealers credit facility*, présentant les mêmes caractéristiques que la *discount window* mais ouverte aux *primary dealers* et non pas aux *depository institutions* ;

• la mise en oeuvre d'une « *treasury securities lending facility* » permettant le prêt aux *primary dealers* de titres d'État logés au bilan de la *Fed* contre collatéral constitué par les titres hypothécaires résidentiels ;

• enfin le soutien indirectement apporté au financement de la reprise de la banque d'investissement Bear Stearns par la banque JP Morgan *via* l'octroi d'un prêt de 29 milliards de dollars nantis par des titres hypothécaires détenus par Bear Stearns.

Ces mesures n'ont néanmoins pas suffi à réduire les tensions sur le marché monétaire en dollar. Celles-ci sont liées à l'intégration d'une prime de risque mais aussi de liquidité. Ce phénomène se manifeste, à des degrés divers, pour toutes les opérations interbancaires, y compris celles qui sont garanties par des titres, dont l'évolution de la valeur de marché est, il est vrai, devenue, plus incertaine qu'avant août 2007 ;

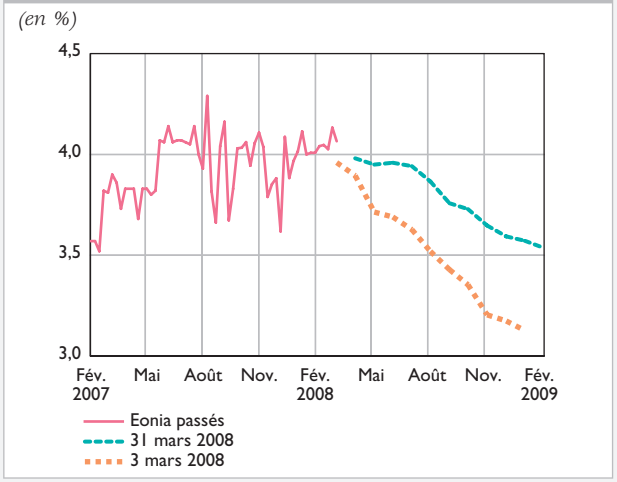
L'écart entre taux LIBOR 3 mois en dollars et taux *swap* OIS 3 mois en dollars est passé de 70 à 73 points de base au cours de la période sous revue après avoir augmenté avant le sauvetage de Bear Stearns , et cette prime – rapportée au taux *swap* OIS USD 3 mois – s'est proportionnellement accru de 29 % à 37 %.

La courbe des rendements obligataires américains s'est aplatie en mars, les taux à 2 et 10 ans ayant perdu respectivement 4 et 10 points de base à 1,62 % et à 3,46 % au 31 mars. La légère baisse des rendements nominaux américains à 10 ans masque une hausse des rendements réels et une baisse des anticipations d'inflation en mars. Le point mort d'inflation tiré de l'obligation indexée américaine TIPS juillet 2017 a cédé 12 points de base à 2,35 % sur le mois, alors que le rendement réel de la TIPS a gagné 2 points de base à 1,04 %.

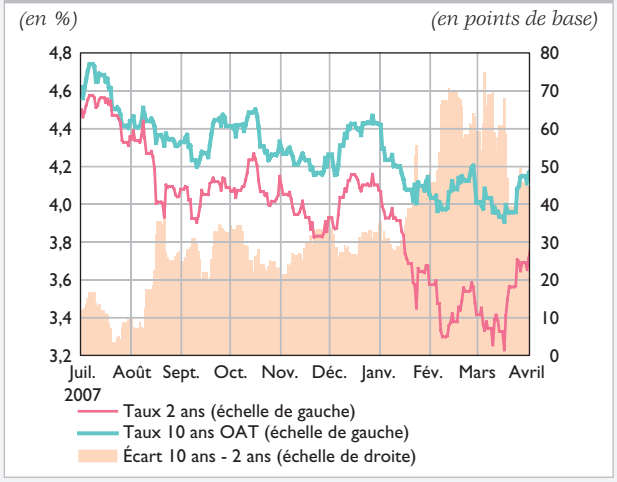
Zone euro

Le marché monétaire en zone euro a connu des tensions sensibles en mars, se traduisant notamment par un élargissement de l'écart entre les taux EURIBOR – taux des prêts non collatéralisés entre établissements de crédit – et les taux des

Taux Eonia passés et anticipés tirés des *overnight indexed swaps* (OIS)



Taux des emprunts français à 2 ans et 10 ans

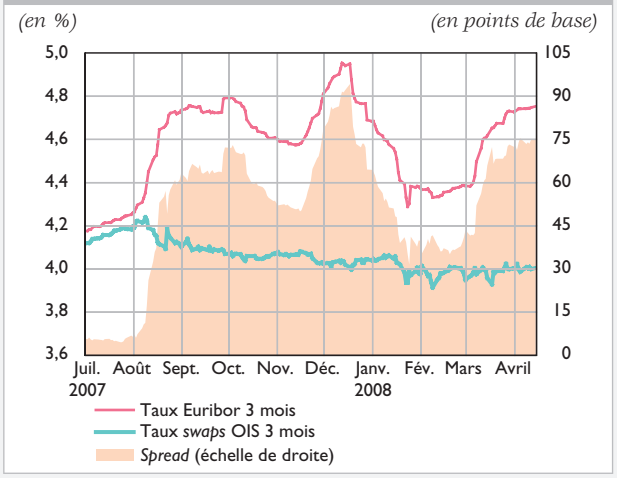


swaps EONIA : l'écart entre l'EURIBOR 3 mois et le *swap* EONIA 3 mois a fortement augmenté de 43 points de base début mars, à 73 points de base le 31 mars. La réticence des banques de la zone euro à se prêter des liquidités au-delà de durées très courtes explique l'essentiel de l'élargissement de l'écart EURIBOR – OIS, de même que le vif intérêt, que reflétaient au cours de la période sous revue des taux élevés de soumission, des établissements de crédit pour les opérations de refinancement de l'Eurosystème. Comme aux États-Unis, en dépit d'une politique d'allocation de liquidité abondante, la prime liée au passage de fin de premier trimestre s'est établie à un haut niveau (taux EONIA publié à 4,159 % le 31 mars).

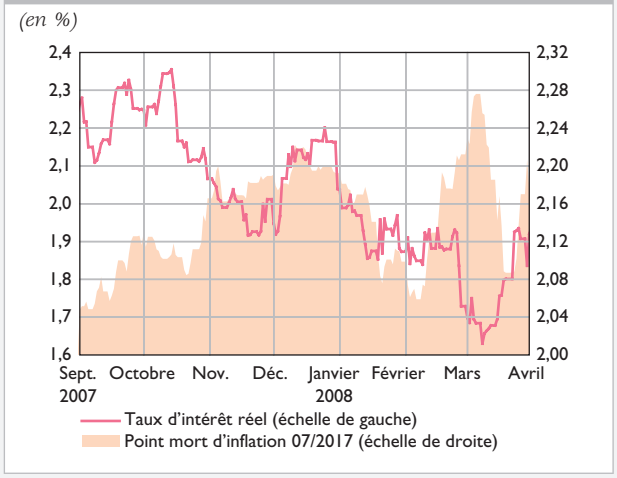
Les taux monétaires anticipés se sont également tendus sous l'effet de l'attention exprimée par des membres du Conseil des gouverneurs de la BCE quant aux évolutions de l'inflation. À ce titre, les participants de marché ont fait évoluer leurs anticipations d'un taux minimum de soumission aux appels d'offre hebdomadaires de 3,25 % à 3,75 % fin 2008. Le taux implicite tiré du contrat à terme EURIBOR à 3 mois de maturité décembre 2008 s'est accru de 48 points de base à 3,98 %.

De conserve avec les taux monétaires anticipés, les rendements obligataires souverains français à 2 et 10 ans se sont inscrits en hausse de 45 et 10 points de base à 3,65 % et 4,13 %.

Écart Euribor 3 mois – taux *swaps* Eonia OIS 3 mois



Point mort d'inflation et taux d'intérêt réel à 10 ans tirés de l'obligation indexée OATi 2017



La hausse des taux nominaux est avant tout le reflet de la hausse des taux obligataires réels en zone euro en mars : le taux réel tiré de l'obligation indexée sur l'inflation en zone euro OATi juillet 2017 a augmenté de 10 points de base à 1,83 % sur la période. Simultanément, le point mort d'inflation tiré de cette OATi a été quasi stable à 2,19 %.

Marchés de crédit

Les marchés de crédit ont illustré la résurgence des tensions sur les marchés monétaires en mars : la prime de risque associée aux titres obligataires des sociétés notées BBB de maturité 10 ans en zone euro a augmenté de 25 points de base à 260 points de base ; cette augmentation a été de 63 points de base à 373 points de base aux États-Unis.

Les *swaps* spreads (écarts entre les taux souverains, sans risque, et les taux *swaps*, significatifs du risque bancaire) se sont également élargis. Le *swap spread* à 2 ans américain a retrouvé son plus haut niveau à 110 points de base le 6 mars avant de revenir à 82 points de base le 31 mars (sous le niveau de début mars, à savoir 87 points de base). De même, en zone euro, le *swap spread* à 2 ans a atteint un record de 92 points de base le 18 mars, avant de revenir à 81 points de base le31 mars, contre 68 points de base début mars.

Il est enfin à noter que les écarts de rendements des émetteurs souverains de la zone euro vis-à-vis de l'Allemagne — dont les titres de dette bénéficient seuls de l'éligibilité à la livraison sur les contrats de taux à terme EUREX — se sont notablement accrus : ainsi, la différence entre le rendement des titres français et allemands à 10 ans est passée de 10 à 23 points de base au cours du mois de mars.

3|3 Les marchés boursiers

Les principaux indices boursiers ont connu des évolutions mitigées en mars. L'indice Nikkei s'est inscrit en forte baisse (– 7,9 %), les sociétés exportatrices nippones ayant été pénalisées par l'appréciation du yen contre le dollar et par les inquiétudes relatives à la croissance aux États-Unis, leur premier marché à l'export. De la même façon, les indices européens ont été également orientés à la baisse mais dans une moindre mesure (DAX – 0,8 %, CAC – 2,3 %). Les indices américains sont *a contrario* restés *in fine* inchangés, tirant marginalement profit du recul du dollar.

Indices boursiers

(variations en %)

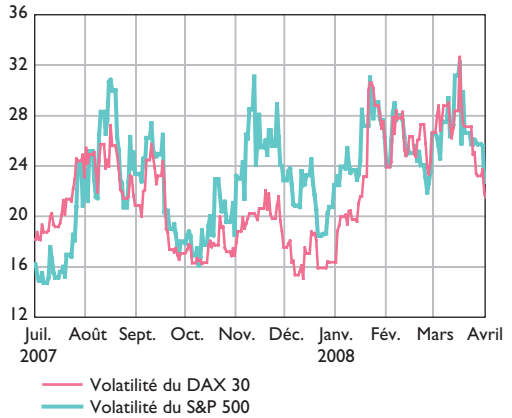
	Niveau au 31 mars 2008	Variation par rapport au 3 mars 2008	Variation par rapport au 2 janvier 2008
CAC 40	4 707,1	- 0,8	- 15,2
DAX	6 535,0	- 2,3	- 17,8
DJ EuroStoxx 50	3 628,1	- 1,3	- 16,4
FTSE	5 702,1	- 2,0	- 11,1
Nasdaq	2 279,1	0,9	- 12,7
Dow Jones	12 262,9	- 0,0	- 6,0
Nikkeï	12 525,5	- 3,6	- 18,2

De façon sectorielle, en Europe, les variations restent également relativement faibles. Le secteur de l'assurance de l'indice Dow Jones Stoxx 600 a affiché une progression en mars de 1,5 %, à l'instar du secteur de l'automobile en progression de 2,0 %, alors que le secteur bancaire s'affichait en repli de – 2,3 %. Aux États-Unis, le secteur des télécoms (– 1,6 %) s'est inscrit en hausse alors que le secteur bancaire était en baisse de 4,5 %.

Il reste que les volatilités implicites des indices S&P500 et DAX ont baissé en mars (de 26,3 % à 22,7 % pour le premier et de 28,0 % à 21,7 % pour le second), signalant plutôt une diminution des inquiétudes des participants de marché quant aux évolutions futures des marchés boursiers.

Volatilité implicite à un mois des indices DAX 30 et S&P 500

(en %)



ENCADRÉ 4

Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris

Sélection d'indicateurs

Activité sur le marché de la pension livrée

(volume en milliards d'euros, part en %)

	2008			
	Mars		Moyenne année	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	359,8	71,5	389,5	70,8
Pensions à taux fixe	103,8	20,6	100,2	18,2
Pensions à taux variable	256,0	50,8	289,3	52,6
BTAN	89,3	17,7	109,2	19,8
Pensions à taux fixe	37,9	7,5	38,4	7,0
Pensions à taux variables	51,4	10,2	70,7	12,9
BTF	54,4	10,8	51,5	9,4
Pension à taux fixe	11,3	2,2	10,7	1,9
Pensions à taux variable	43,1	8,6	40,8	7,4
TOTAL	**503,5**	**100,0**	**550,2**	**100,0**
Pensions à taux fixe	**153,0**	**30,4**	**149,3**	**27,1**
Pensions à taux variable	**350,5**	**69,6**	**400,9**	**72,9**

Évolution des taux des BTF et des BTAN

(taux en %, variation en points de base)

Échéances	2008		Variation
	31 mars	3 mars	
1 mois	3,85	3,89	- 4
3 mois	3,84	3,87	- 3
6 mois	3,88	3,78	+ 10
12 mois	3,80	3,61	+ 19
2 ans	3,65	3,26	+ 39
5 ans	3,79	3,44	+ 25

ÉTUDES

La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2007

Direction de la Balance des paiements
Service des Opérations internationales des banques et des administrations

Au 31 décembre 2007, les non-résidents détenaient 38,5 % de la capitalisation boursière des sociétés françaises du CAC 40 [1]. Le taux de détention a ainsi reculé de 6,8 points par rapport à fin 2006 [2].

Cette évolution est essentiellement imputable aux mouvements de portefeuille de l'année 2007. En effet, les non-résidents se sont portés vendeurs nets des actions françaises du CAC 40. Ces cessions ont touché quasiment l'ensemble des titres ; seules trois sociétés françaises ont vu leur taux de détention par les non-résidents s'accroître. Ces flux ont contribué pour – 5 points à la baisse globale du taux de détention.

Dans une moindre mesure, les effets-prix ont renforcé ce mouvement. Ils sont ainsi à l'origine de la baisse du taux de détention à hauteur de – 1,3 point.

Les investisseurs de la zone euro sont toujours les principaux détenteurs non résidents d'actions françaises cotées (12,3 % de la capitalisation boursière), devant les investisseurs américains (11,9 %) et britanniques (3,1 %). Les prises de participation des non-résidents supérieures ou égales, à titre individuel, à 10 % du capital représentent 7 % de la capitalisation du CAC 40.

Mots-clés : marchés boursiers, investissements de portefeuille, taux de détention, non-résidents, CAC40

Codes JEL : F21, F23, F36, G15, G34

1 *La population retenue est composée de 36 sociétés résidentes (EADS, Mittal Arcelor, Dexia et ST Microelectronics qui entrent également dans l'indice CAC 40 sont des sociétés ayant leur siège à l'étranger). Elle n'a connu que deux modifications par rapport à fin 2006 : Air France et Unibail ont remplacé respectivement AGF et Thomson. Pour des raisons de comparabilité, la composition retenue pour les deux années est celle de 2007.*

2 *Chiffre révisé*

1| Réduction importante du taux de détention par les non-résidents en 2007

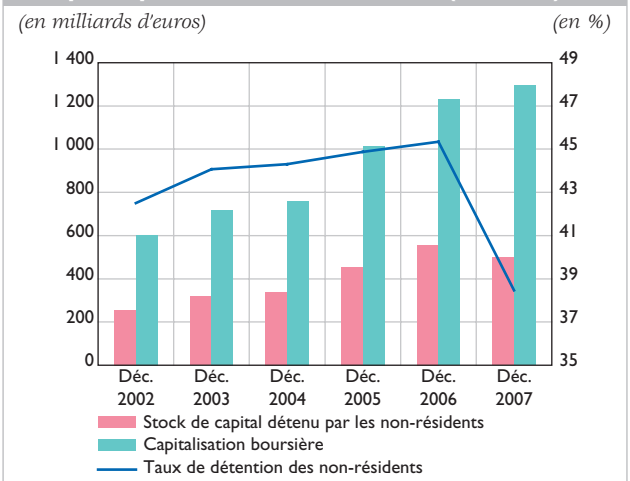
Avec un encours de 497,8 milliards d'euros sur un total de 1 294,1 milliards, les non-résidents détenaient 38,5 % de la capitalisation boursière des sociétés françaises entrant dans la composition de l'indice CAC 40 à la fin 2007. Alors qu'il atteignait 45,3 % en décembre 2006, le taux de détention enregistre une baisse de 6,8 points, après une hausse de 0,4 point entre 2005 et 2006.

Sur les 36 valeurs composant la population des sociétés françaises représentées dans l'indice CAC 40, 9 d'entre elles sont investies à plus de 50 % par les non-résidents (contre plus de la moitié en 2006).

La quasi-totalité des autres sociétés est détenue par des non-résidents dans des proportions comprises entre 20 % à 50 % .

La détention non résidente est constituée principalement d'investissements de portefeuille, c'est-à-dire sans implication dans la gouvernance de la société dont les actions sont possédées. La part dans la capitalisation boursière des sociétés françaises du CAC 40 détenue sous la forme d'investissements directs [3], reste très minoritaire même si elle a faiblement progressé (7 % à fin 2007, contre 5,1 % à fin 2006).

Graphique 1 Taux de détention par les non-résidents du capital des principales sociétés françaises (CAC 40)



Sources : Euronext, Banque de France

2| Facteurs d'évolution

Le mode d'évaluation des différents facteurs d'évolution est rapporté en annexe.

2|1 Les flux de portefeuille constituent le principal facteur d'évolution

Les ventes nettes d'actions françaises du CAC 40, enregistrées au titre des investissements de portefeuille [4], se sont élevées à – 61,7 milliards d'euros en 2007, ce qui représente une contribution de – 5 points à la réduction du taux de détention.

La grande majorité des titres a fait l'objet de cessions nettes.

2|2 Un impact faiblement négatif des effets de valorisation

Aux prix de 2006, le taux de détention aurait atteint 39,8 %. Les effets-prix ont donc accentué la diminution du taux de détention, à hauteur de – 1,3 point.

Entre fin 2006 et fin 2007, l'indice CAC 40 a globalement progressé de 1,3 %. Toutefois, si la capitalisation des 36 valeurs françaises composant le CAC 40 a plus augmenté (+ 4,1 %), celle du stock d'actions détenues par les non-résidents a été un peu moins forte (+ 0,5 %).

3| Poids des investisseurs non résidents selon les secteurs

La diminution du taux de détention a touché tous les secteurs à l'exception de ceux des services aux collectivités (+ 0,1 point) et des services non cycliques (+ 0,8 point).

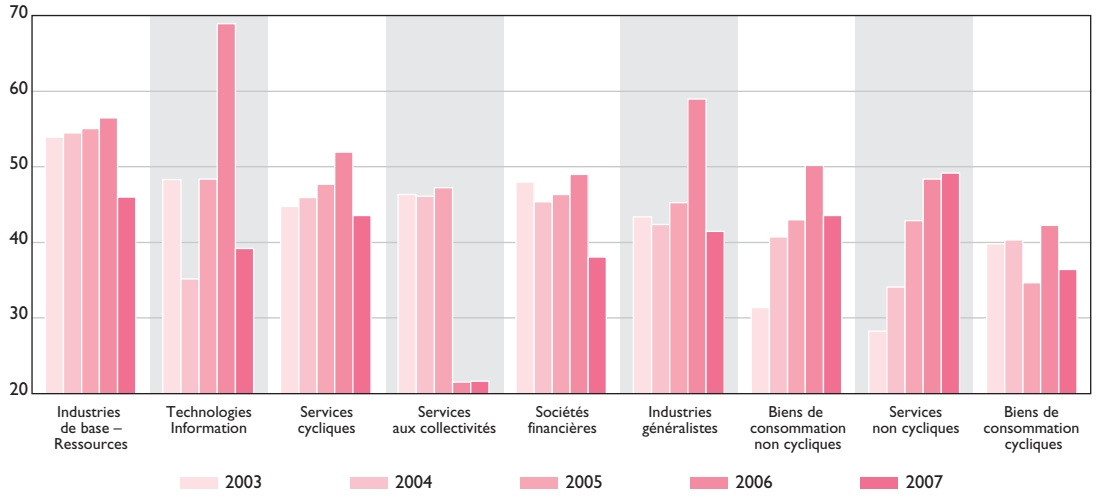
Les investisseurs non résidents ont nettement réduit leur participation dans le secteur des sociétés financières (– 11 points), des industries généralistes (– 17,5 points) et plus encore dans le secteur des technologies de l'information (– 28 points).

3 *Correspondant à une participation d'un actionnaire non résident supérieure ou égale à 10 % du capital de la société investie*

4 *Il s'agit des achats et des ventes avec une contrepartie non résidente enregistrés en balance des paiements. Les transactions effectuées par une entité résidente, fût-elle sous contrôle étranger, ne sont pas prises en compte.*

Graphique 2 Taux de détention par les non-résidents du capital des sociétés françaises du CAC 40 par secteur d'activité

(en %)



Sources : Euronext, Banque de France

4| Origine géographique des détenteurs non résidents

L'enquête CPIS conduite chaque année par le FMI [5] permet d'estimer la répartition géographique des détenteurs non résidents d'actions françaises et l'on peut, par une approximation acceptable, en inférer l'origine des actionnaires non résidents des sociétés françaises du CAC 40. Les dernières données disponibles sont celles à fin 2006. En raison des délais de collecte (auprès des pays participants) et de traitement par le FMI, les données pour 2007 ne seront connues que début 2009.

Sur la base des données 2006, les détenteurs non résidents d'actions de sociétés françaises étaient toujours principalement originaires de la zone euro (12,3 % de la détention d'actions françaises cotées), puis des États-Unis (11,9 %) et du Royaume-Uni (3,1 %).

Tableau Origine géographique des détenteurs d'actions françaises cotées

(en %)

Origine du détenteur	Taux de détention à fin 2002	Taux de détention à fin 2006	Variation entre 2002 et 2006
Résidents	57,5	62,3	4,8
Non-résidents dont	42,5	37,7	- 4,8
Zone euro	*17,0*	*12,3*	*- 4,7*
États-Unis	*12,8*	*11,9*	*- 0,9*
Royaume-Uni	*6,3*	*3,1*	*- 3,2*

Source : FMI

5 *Coordonnée au niveau mondial par le FMI, l'enquête CPIS (*coordinated portfolio investment survey*) sur les investissements de portefeuille transfrontières recueille auprès de chaque pays participant la déclaration de ses avoirs en titres étrangers, ventilés notamment par pays. Ces données sont disponibles sur le site du FMI à l'adresse suivante :* http://www.imf.org/external/np/sta/pi/geo.htm

Annexe

Évolution du taux de détention par les non-résidents des actions françaises du CAC 40

Calculs relatifs aux contributions des effets de changement
de la variation des prix et des flux d'investissements de portefeuille

1 Articulation flux/stocks/valorisation

	Stock 2006	Achats/ventes des NR sur le marché secondaire	Souscriptions nettes des NR aux émissions d'actions	Stock 2007
Évolution du stock hors variation des prix en 2007	S06(06)	+ AV07(06)	+ KNR07(06)	= S07(06)
	556,8	- 70,0	+ 8,3	= 495,1
Variation des prix en 2007	V_S06(06)	V_AV07(06)	V_KNR07(06)	= Somme1(V)
	+ 1,7	+ 0,9	+ 0,1	= 2,7
Évolution du stock avec les variations de prix	S06(07)	+ AV07(07)	+ KNR07(07)	= S07(07)
	558,5	- 69,1	+ 8,4	= 497,8

	Capitalisation 2006	Souscriptions nettes des résidents aux émissions d'actions	Souscriptions nettes des NR aux émissions d'actions	Capitalisation 2007
Évolution de la capitalisation hors variation des prix	C06(06)	+ KR07(06)	+ KNR07(06)	= C07(06)
	1 228,1	+ 7,2	+ 8,3	= 1 243,6
Variation des prix en 2007	V_C06(06)	V_KR07(06)	V_KNR07(06)	= somme2(V)
	+ 35,9	+ 14,5	+ 0,1	= 50,5
Évolution de la capitalisation avec les variations de prix	C06(07)	+ KR07(07)	+ KNR07(07)	= C07(07)
	1 264,0	+ 21,7	+ 8,4	= 1 294,1

2 Mesure des effets de changement de prix et de flux sur le taux de détention par les non-résidents

Prix	Flux des NR	Formule de calcul du taux de détention	Taux en %	
Prix constants	Avec flux des NR	S07(06)/C07(06)	39,8	T1
Prix courants	Hors flux des NR	S06(07) / [C06(07) + KR07(07)]	43,4	T2
Prix courants	Avec flux des NR	S07(07)/C07(07)	38,5	T3

Les effets de prix sur l'évolution du taux de détention sont mesurés par différentiel entre T3 et T1, soit – 1,3 point.

Les effets des flux des NR sur l'évolution du taux de détention sont mesurés par différentiel entre T3 et T2, soit – 5 points.

Les effets de volume, liés aux émissions nettes hors flux des NR, combinés avec les effets de structure, résultant des taux de détention initiaux, sont estimés par solde à – 0,5 point.

Position nette de la France pour les investissements directs au 31 décembre 2006

Bruno TERRIEN
Direction de la Balance des paiements

À la fin de l'année 2006, la position nette d'investissements directs de la France avec l'étranger s'élève à 215,1 milliards d'euros en valeur comptable, soit 12,0 % du PIB. Elle s'inscrit en progression de 11,3 milliards par rapport à fin 2005, date à laquelle elle atteignait 203,8 milliards (soit 11,9 % du PIB).

Le stock des investissements directs français à l'étranger passe de 736,2 milliards fin 2005 à 800,9 milliards fin 2006, soit une progression de 64,7 milliards. Cette croissance des avoirs français à l'étranger en investissements directs s'explique principalement par les flux d'investissements directs sortants qui se sont élevés à 96,7 milliards en 2006. Ce mouvement a été atténué par la dépréciation des avoirs français à l'étranger libellés en devises (– 21,7 milliards), l'euro s'étant apprécié vis-à-vis de plusieurs devises, notamment le dollar américain.

La progression de la valeur comptable du stock d'investissements directs étrangers en France est légèrement moindre (+ 53,4 milliards) et reflète essentiellement les 62,3 milliards de nouveaux investissements directs en provenance de l'étranger. Les faibles montants d'engagements en devises des groupes résidents ont, quant à eux, limité l'impact de la dépréciation des principales devises vis-à-vis de l'euro à – 1,5 milliard.

Mots-clés : Position extérieure, investissements directs, IDE

Code JEL : F21

*NB : La version intégrale de la note est disponible sur le site Internet de la Banque de France (*www.banque-france.fr*) dans la rubrique Balance des paiements et position extérieure de la France de l'onglet* Statistiques et enquêtes. *Les flux révisés de l'année 2006 et ceux de l'année 2007 sont publiés dans le* Rapport annuel de la Balance des paiements et de la position extérieure de la France *disponible sur le site internet de la Banque de France.*

1| Les stocks d'investissements directs français à l'étranger progressent de près de 9 % en valeur comptable …

La valeur comptable du stock d'investissements directs français à l'étranger a progressé de près de 9 % entre fin 2005 et fin 2006, passant de 736,2 milliards d'euros à 800,9 milliards. Cette progression résulte d'abord des flux d'investissements directs français à l'étranger qui ont atteint 96,7 milliards en 2006. Elle est à rapprocher du climat favorable aux fusions-acquisitions constaté la même année. Parmi les principales opérations, on peut citer notamment le rachat par Axa de la totalité de la compagnie d'assurances Winterthur (Suisse) ou le rapprochement entre Alcatel et Lucent (États-Unis).

Les effets de change, qui réduisent la valeur comptable en euros des avoirs en devises lorsque les devises se déprécient par rapport à l'euro, ont contribué à limiter la progression de la valeur comptable du stock d'investissements directs français à l'étranger. En 2006 en effet, vis-à-vis de l'euro, les dollars américain et canadien se sont dépréciés de plus de 10 % et le yen de près de 11,5 %. Au total, le stock d'investissements directs en valeur comptable a diminué de 21,7 milliards entre fin 2005 et fin 2006 du seul fait de la dépréciation des principales devises face à l'euro.

ENCADRÉ 1

Stocks des investissements directs français à l'étranger au 31 décembre 2006

Le stock d'investissements directs à l'étranger détenu par les entreprises résidentes, industrielles et commerciales, compagnies d'assurance et établissements de crédit, est évalué grâce à une enquête annuelle réalisée par la Banque de France.

Selon cette source unique, le stock d'investissements directs à l'étranger s'élève à fin 2006 à 800,9 milliards d'euros en valeur comptable, contre 736,2 milliards à fin 2005 (données révisées). La progression du stock imputable aux nouveaux investissements directs français à l'étranger (enregistrés dans les flux de balance des paiements pour 96,7 milliards en 2006) a été réduite (de 21,7 milliards) par la dépréciation des investissements directs libellés en devises, ainsi que par d'autres variations liées principalement aux différences entre valeur comptable (unité de mesure du stock) et valeur de marché (dans laquelle les flux sont exprimés).

Le stock 2006 se décompose comme suit (en milliards d'euros et en pourcentage du total) :

• *capitaux propres (hors investissements immobiliers) :*	*531,6*	*(66,4 %)*
• *prêts et placements entre affiliés :*	*253,5*	*(31,6 %)*
• *investissements immobiliers :*	*15,8*	*(2,0 %)*
	800,9	*(100,0 %)*

Les capitaux propres sont composés des apports directs (capital social, prime) et indirects (réserves, report à nouveau, résultat de l'exercice) effectués par les propriétaires d'une entreprise. Leur valeur comptable est mesurée à partir des données figurant au passif du bilan de l'entreprise investie, de préférence aux données figurant à l'actif du bilan de l'investisseur. Ces dernières ne reflètent que très imparfaitement l'évolution de la valeur au cours du temps des capitaux propres de l'entreprise investie (et notamment l'accumulation des revenus de la filiale), compte tenu des règles très strictes de valorisation usuellement en vigueur en comptabilité.

Estimation du stock à fin 2007

Compte tenu du délai nécessaire à l'établissement et au traitement des documents comptables arrêtés au 31 décembre 2007, les stocks définitifs à fin 2007 ne seront pas disponibles avant mai 2009. On peut observer cependant que l'année 2007 s'est traduite à la fois par une progression très importante des flux d'investissements directs français à l'étranger (164,2 milliards en 2007, après 96,7 milliards en 2006) et par une nouvelle dépréciation des principales devises (et notamment du dollar américain) vis-à-vis de l'euro (dont l'impact sur les stocks est évalué à – 26,2 milliards). Ces deux éléments permettent d'estimer la valeur comptable du stock d'investissements directs français à l'étranger à près de 939 milliards à la fin de l'année 2007 (soit une progression de l'ordre de 17 %). Une estimation des stocks d'investissements directs en valeur de marché à fin 2007 sera publiée dans le Bulletin de la Banque de France *de mai 2008 dans le cadre d'un article consacré à la balance des paiements et à la position extérieure de la France.*

2| ...tandis que les stocks d'investissements directs étrangers en France progressent de 10 % ...

À fin 2006, le stock d'investissements directs étrangers en France en valeur comptable s'élevait à 585,8 milliards d'euros (contre 532,4 milliards à fin 2005), soit une progression de 10 % (correspondant à 53,4 milliards). Cette augmentation reflète largement les flux d'investissements de 62,3 milliards que la France a attirés en 2006.

L'impact de l'appréciation de l'euro est évidemment bien plus faible que dans le cas des investissements français à l'étranger. Les investissements en capitaux propres effectués en France par des entreprises non résidentes sont en effet réalisés en euros et ne sont donc pas affectés par les variations de change. De plus, la part des emprunts en devises des filiales résidentes est faible et nettement inférieure à celle des sociétés non résidentes. Au total, l'effet de la dépréciation des engagements exprimés en devises sur le stock d'investissements étrangers en France est limité à – 1,5 milliard.

ENCADRÉ 2

Stock des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 2006

Le stock d'investissements directs étrangers en France est évalué à partir des données comptables des entreprises résidentes collectées par la Banque de France (direction des Entreprises pour le secteur industriel et commercial et Secrétariat général de la Commission bancaire pour le secteur bancaire et financier) et par le ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi (Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles pour le secteur des assurances).

Selon ces sources, le stock d'investissements directs étrangers en France s'établit à fin 2006 à 585,8 milliards d'euros en valeur comptable, contre 532,4 milliards à fin 2005. Cette augmentation reflète principalement les nouveaux investissements étrangers en France enregistrés dans les flux de balance des paiements (+ 62,3 milliards).

Le stock 2006 se décompose de la façon suivante (en milliards d'euros et en pourcentage du total) :

• *capitaux propres (hors investissements immobiliers) :*	*282,9*	*(48,3 %)*
• *prêts et placements entre affiliés :*	*236,5*	*(40,4 %)*
• *investissements immobiliers :*	*66,4*	*(11,3 %)*
	585,8	*(100,0 %)*

Les capitaux propres sont composés des apports directs (capital social, prime) et indirects (réserves, report à nouveau, résultat de l'exercice) effectués par les propriétaires d'une entreprise. Leur valeur comptable est mesurée à partir des données figurant au passif du bilan de l'entreprise investie, de préférence aux données figurant à l'actif du bilan de l'investisseur. Ces dernières ne reflètent que très imparfaitement l'évolution de la valeur au cours du temps des capitaux propres de l'entreprise investie (et notamment l'accumulation des revenus de la filiale), compte tenu des règles très strictes de valorisation usuellement en vigueur en comptabilité.

Estimation du stock à fin 2007

Compte tenu du délai nécessaire à l'établissement et au traitement des documents comptables arrêtés au 31 décembre 2007, les stocks définitifs à fin 2007 ne seront pas disponibles avant mai 2009. Il est toutefois possible de fournir d'ores et déjà une première estimation du stock à la fin de l'année dernière. Les flux d'investissements directs étrangers en France en 2007 ont quasiment doublé en 2007, à 115,4 milliards, contre 62,3 milliards en 2006. Sous l'effet de ces flux et de la dépréciation des dettes libellées en devises, et plus particulièrement en dollars, des entreprises résidentes auprès de leurs affiliés étrangers (– 3,8 milliards), la valeur comptable du stock d'investissements directs étrangers en France devrait s'établir à un peu plus de 697 milliards à fin 2007 (soit une progression de près de 19 %). Une estimation de la valeur de marché des stocks d'investissements directs étrangers en France à fin 2007 sera publiée dans le Bulletin de la Banque de France *de mai 2008 dans le cadre d'un article consacré à la balance des paiements et à la position extérieure de la France.*

3| … ce qui se traduit par une légère progression de la position nette en valeur comptable pour les investissements directs

La position nette d'investissements directs de la France avec l'étranger à fin 2006 s'élevait à 215,1 milliards d'euros en valeur comptable, soit 12,0 % du PIB. Elle a progressé de 5,5% par rapport à fin 2005, date à laquelle elle atteignait 203,8 milliards (soit 11,9 % du PIB). Le tableau ci-dessous présente les évolutions de la position nette et de ses composantes.

Position nette en valeur comptable des investissements directs et de leurs composantes en 2005 et 2006

(montants en milliards d'euros)

	Stocks 2005	Flux 2006	(dont bénéfices réinvestis)	Variations dues au change	Autres variations (a)	Stocks 2006
Investissements directs français à l'étranger	**736,2**	**+ 96,7**	**(+ 24,5)**	**- 21,7**	**- 10,3**	**800,9**
Capitaux propres et investissements immobiliers	491,4	+ 82,9	(+ 24,5)	- 16,3	- 10,6	547,4
Prêts et placements entre affiliés	244,8	+ 13,9	_	- 5,4	+ 0,2	253,5
Investissements directs étrangers en France	**532,4**	**+ 62,3**	**(+ 9,6)**	**- 1,5**	**- 7,4**	**585,8**
Capitaux propres et investissements immobiliers	325,1	+ 31,4	(+ 9,6)	_	- 7,2	349,3
Prêts et placements entre affiliés	207,3	+ 30,9	_	- 1,5	- 0,2	236,5
Position nette en investissements directs	**203,8**	**+ 34,4**	**(+ 14,9)**	**- 20,2**	**- 2,9**	**215,1**
Capitaux propres et investissements immobiliers	166,3	+ 51,5	(+ 14,9)	- 16,3	- 3,4	198,1
Prêts et placements entre affiliés	37,5	- 17,0	_	- 3,8	+ 0,4	17,0

(a) Ces variations regroupent l'ensemble des évolutions de la position qui ne sont dues ni aux flux d'investissements directs, ni aux variations de taux de change. Le stock 2006 est ainsi égal au stock 2005 auquel on ajoute les flux de 2006, les variations dues au change et les autres variations. Les autres variations en capital social sont généralement négatives dans la mesure où les flux (exprimés en valeur de marché) se traduisent par des augmentations moindres de la valeur comptable, unité de mesure des stocks.

Source : Banque de France

La gestion globale des garanties (3G)

Geoffroy GOFFINET
Direction des Opérations de marché
Service Mise en œuvre de la politique monétaire

En février 2008, à l'occasion du démarrage de TARGET2 en France, la Banque de France a mis en œuvre un nouveau dispositif de gestion des garanties : le système « 3G » (gestion globale des garanties), qui permet aux banques de gérer de manière unifiée et globale l'ensemble du collatéral relatif à leurs opérations de refinancement auprès de la Banque de France, que ce soit au titre de leur participation aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème ou pour l'obtention de crédit intrajournalier.

Lancé en juillet 2006, le projet 3G a été conduit en concertation étroite avec les acteurs de la place de Paris. Il revêtait une dimension technique et fonctionnelle, mais également juridique : la mise en œuvre d'une gestion globale des garanties impliquait en effet le passage de la technique de la pension livrée (repo) à celle du nantissement, passage qui n'a lui-même pu être opéré que grâce à l'évolution du cadre juridique français et européen du nantissement.

Cet article présente les principes de fonctionnement de la gestion globale des garanties (section 1) et les avantages qui en découlent (section 2) avant de rappeler les évolutions juridiques qui ont permis la mise en œuvre de cette réforme (section 3).

1| Les principes de fonctionnement d'une gestion globale des garanties

La gestion globale des garanties permet aux contreparties de constituer un « panier » de garanties fongibles couvrant globalement la liquidité obtenue de la Banque de France au titre des opérations de politique monétaire de l'Eurosystème ou sous forme de crédit intrajournalier.

1|1 La constitution du panier de garanties

Le panier de garanties (également appelé « *pool* ») peut être alimenté par l'ensemble des garanties éligibles auprès de l'Eurosystème : titres négociables et créances privées.

Les titres négociables

Chaque contrepartie doit ouvrir un « compte d'instruments financiers gagés » [1] (compte-titres et compte-espèces attaché) auprès de la Banque de France, compte sur lequel sont déposés les titres domestiques et étrangers transférés en garantie. Pour alimenter son compte d'instruments financiers gagés, la contrepartie doit :

• donner instruction au dépositaire central de titres concerné (Euroclear France ou un dépositaire étranger dans le cadre du « *Correspondent Central Banking Model* » [2]) de livrer les titres à la Banque de France, en direct ou *via* ses correspondants ;

• informer la Banque de France de la livraison des titres.

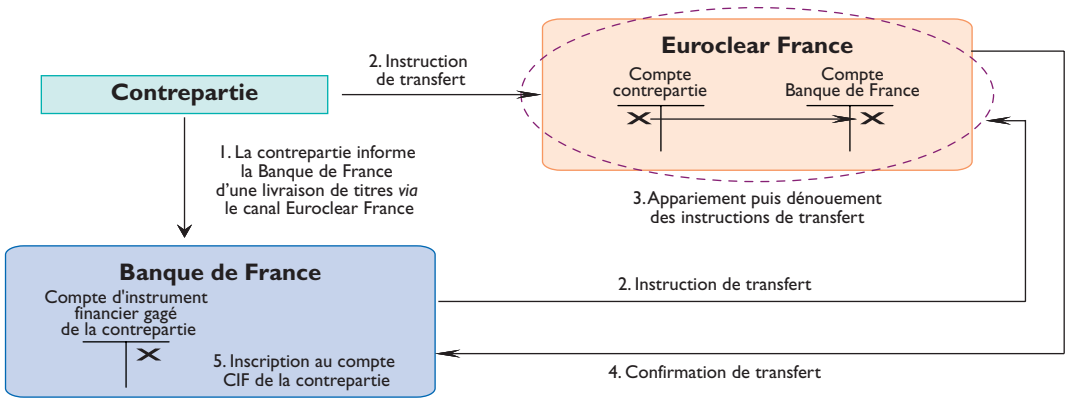
Les contreparties peuvent livrer des titres négociables dans leur *pool* de garanties ou en retirer à tout moment. Pour les retraits, un accord préalable de la Banque de France est toutefois nécessaire, cette dernière devant vérifier que la valeur du *pool* après le retrait est suffisante pour garantir le montant total des liquidités obtenues par la contrepartie.

Les créances privées

En l'absence d'un cadre juridique harmonisé au niveau européen et de dépositaires centraux pour les créances privées, le transfert de ces actifs est réalisé dans un cadre opérationnel mis en place par chaque banque centrale nationale, en conformité avec son cadre juridique national.

Ainsi, le transfert des créances privées de droit français (ou de droits étrangers compatibles avec le droit français [3]) est réalisé sous forme d'une cession en pleine propriété autorisée par les articles L. 313-23 et suivants du *Code monétaire et financier* (« cession Dailly »). Cette

Schéma 1 Les modalités de transfert des titres négociables à la Banque de France *via* Euroclear France



1 *Une contrepartie peut ouvrir plusieurs comptes d'instruments financiers gagés (par exemple pour les besoins de ségrégation de ses actifs). L'ensemble de ces comptes sont toutefois rattachés à un seul panier de garanties.*

2 *Plus communément désigné par l'acronyme CCBM, ce mécanisme permet à la Banque de France de recevoir, via le réseau des banques centrales de l'Eurosystème, l'ensemble des titres étrangers.*

3 *Le transfert de créances privées étrangères sous le régime de la cession Dailly et via le mécanisme TRICP est limité à certains droits de la zone euro ayant une compatibilité suffisante avec le droit français. À ce jour, seules sont acceptées les créances privées de droit allemand.*

Schéma 2 Les modalités de transfert des titres négociables à la Banque de France *via* le *Correspondent Central Banking Model*

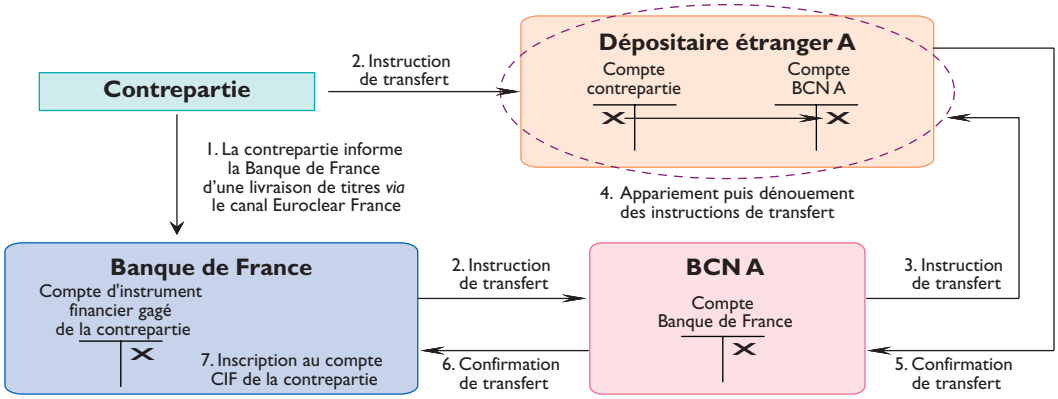


Schéma 3 Les modalités de transfert de créances privées domestiques et étrangères à la Banque de France *via* le mécanisme TRICP

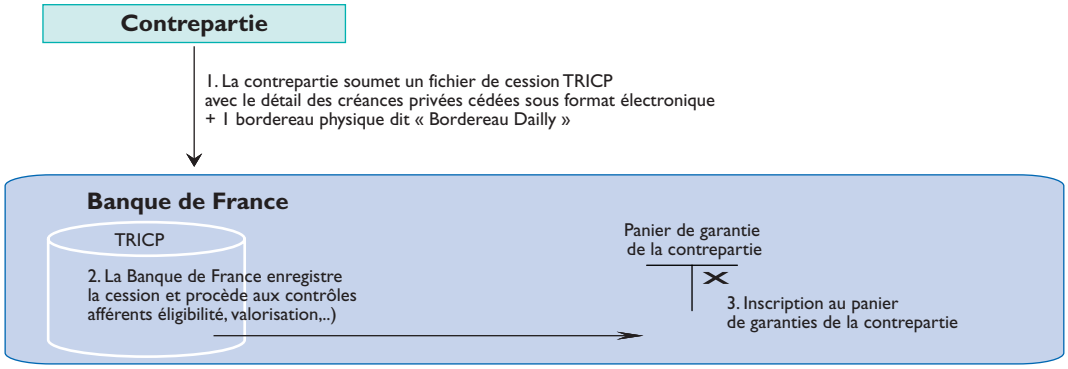
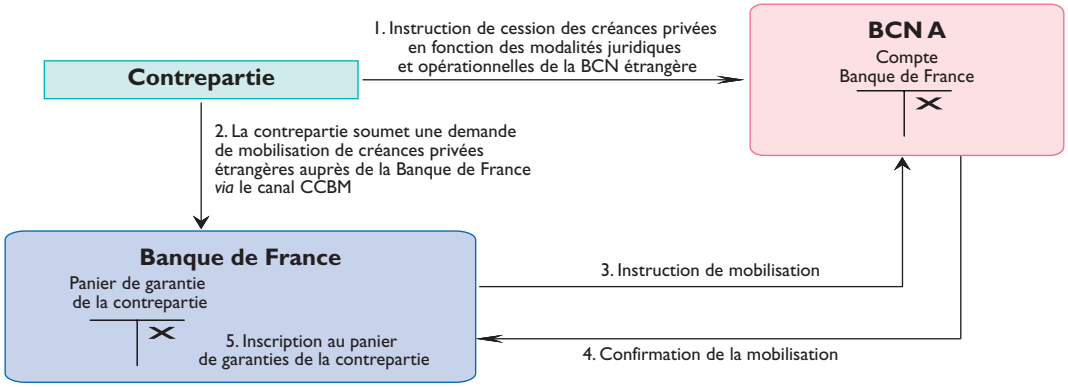


Schéma 4 Les modalités de transfert de créances privées étrangères à la Banque de France *via* le mécanisme CCBM



cession s'opère par le biais de l'application automatisée TRICP (Traitement informatique des créances privées) gérée par la Banque de France. Ce mécanisme n'a pas été impacté par la mise en œuvre du projet 3G.

Pour le transfert des créances de droits étrangers non compatibles avec la cession Dailly, le CCBM reste actuellement le seul moyen de mobilisation transfrontière. Il permet aux contreparties de mobiliser les créances étrangères en fonction des modalités opérationnelles et juridiques mises en place par les banques centrales nationales concernées.

1|2 Les opérations couvertes par le panier de garanties

L'ensemble des actifs transférés par une contrepartie dans son panier permet de garantir l'ensemble des liquidités qu'elle a obtenues auprès de la Banque de France, que ce soit dans le cadre de sa participation aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème ou pour l'obtention de crédit intrajournalier. Il permet également de garantir un éventuel « crédit réservé ».

Les opérations de politique monétaire

Ces opérations permettent aux contreparties d'obtenir des liquidités :

• au jour le jour (« *overnight* ») *via* les opérations de prêt marginal ou de réglage fin ;

• à une semaine *via* les opérations principales de refinancement (communément appelées « appels d'offres une semaine ») ;

• à trois mois *via* les opérations de refinancement à plus long terme (communément appelées « appels d'offres trois mois ») ;

• voire à d'autres échéances éventuelles [4].

Le crédit intrajournalier

Le crédit intrajournalier correspond à la liquidité qu'un établissement peut emprunter auprès de la Banque de France au cours d'un même jour ouvré afin de faire face à ses obligations dans les systèmes de paiement et de règlement.

L'octroi de crédit intrajournalier par la Banque de France s'opère principalement *via* la fonctionnalité dite de la« ligne de crédit » de TARGET2 et équivaut à une autorisation de découvert sur le compte de paiement du participant dans TARGET2 [5]. Il a été convenu que le montant de la ligne de crédit dans TARGET2 serait par construction égal au montant total du panier de garanties déduction faite du montant des actifs mobilisés pour les opérations de politique monétaire et du montant éventuel du crédit réservé (voir ci-après).

Le crédit réservé

Le crédit réservé permet aux contreparties de « mettre de côté » une partie de leur collatéral déposé auprès de la Banque de France pour des besoins spécifiques. Le montant du crédit réservé est déterminé par la contrepartie.

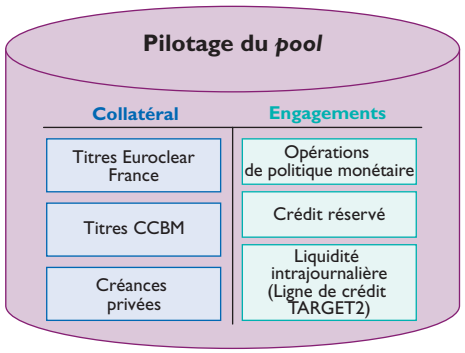
La mise en place d'un crédit réservé ne donne lieu à aucune opération d'octroi de liquidités ou d'autorisation de découvert de la part de la Banque de France. Ce montant « réservé » peut ainsi être utilisé, par exemple, pour faire face aux variations de valorisation des garanties, ou pour permettre d'alimenter le compte espèces du participant si des difficultés de fonctionnement de TARGET2 rendaient nécessaire la mise en œuvre du *Contingency Module* (CM).

La position des contreparties dans le cadre de la gestion globale des garanties peut ainsi être schématisée de la façon suivante :

4 *À titre d'exemple, l'Eurosystème a annoncé le 28 mars 2008 le lancement d'une opération supplémentaire de refinancement d'une durée de six mois.*

5 *À noter également que la Banque de France octroie du crédit intrajournalier au sein du système de règlement/livraison de titres d'Euroclear France (RGV) selon des modalités spécifiques (mise en place de pensions livrées conservatoires ou PLC) et qu'il est par ailleurs toujours possible de bénéficier de crédit intrajournalier dans TARGET2 par le biais de pensions livrées intrajournalières sur titres déposés en Euroclear France. Ces opérations n'étant pas couvertes par le panier de garanties, elles sont hors périmètre de 3G. Seul leur remboursement en fin de journée peut, le cas échéant, impliquer un transfert de garanties vers le panier de garanties du participant. Pour plus de détails, se reporter au cahier des charges 3G* http://www.banque-france.fr/fr/poli_mone/regle_poli/page2.htm.

Schéma 5 Synthèse des modalités de fonctionnement de la gestion globale des garanties



1|3 Le fonctionnement de la gestion globale des garanties

Comme on l'a vu plus haut, la ligne de crédit TARGET2 joue le rôle de variable d'ajustement par rapport aux événements susceptibles d'affecter le montant du panier de garanties et celui des actifs mobilisés pour les opérations de politique monétaire.

Événements susceptibles d'affecter le montant du panier de garanties

• Les apports de titres augmentent, toutes choses égales par ailleurs, le montant du panier et par conséquent celui de la ligne de crédit du participant dans TARGET2. Ils ne sont pris en compte dans la ligne de crédit qu'après réception par la Banque de France de la confirmation de leur dénouement.

• Les retraits diminuent le montant du panier et par conséquent, la ligne de crédit du participant. Ils sont soumis à une autorisation préalable de la Banque de France, qui s'assure de la diminution effective de la ligne de crédit du participant avant d'émettre l'instruction de retour des titres auprès du dépositaire (cf. schéma).

• Le paiement, par la Banque de France, d'éventuelles opérations sur titres (OST) relatives aux titres figurant dans le panier du participant diminue le montant du panier. À l'instar des opérations de retrait de titres, le paiement d'OST nécessite donc une autorisation préalable de la Banque de France, qui s'assure que le montant du panier de garantie après paiement des OST couvre toujours le montant des liquidités accordées.

• la modification du montant de créances privées cédées diminue ou augmente le montant du panier, donc la ligne de crédit du participant. Dans la mesure où les créances cédées par une contrepartie lors d'une remise annulent et remplacent l'ensemble des créances précédemment remises, il n'y a pas de notion de livraison/retour de créances privées, ni d'autorisation préalable par la Banque de France en cas de baisse du stock de créances privées.

• la valorisation quotidienne des actifs remis en garantie diminue ou augmente le montant du panier, donc la ligne de crédit du participant.

Dans l'hypothèse où le nouveau montant du panier de garanties ne permet plus de couvrir les liquidités accordées au participant dans le cadre des opérations de politique monétaire (la ligne de crédit est alors à zéro), la Banque de France procède à un appel de marge en titres auprès du participant concerné. Si ce dernier ne livre pas les titres complémentaires requis dans le délai imparti, la Banque de France procède en fin de journée à un appel de marge en espèces en débitant le compte espèces du participant.

Schéma 6 La cinématique d'un retrait de titres

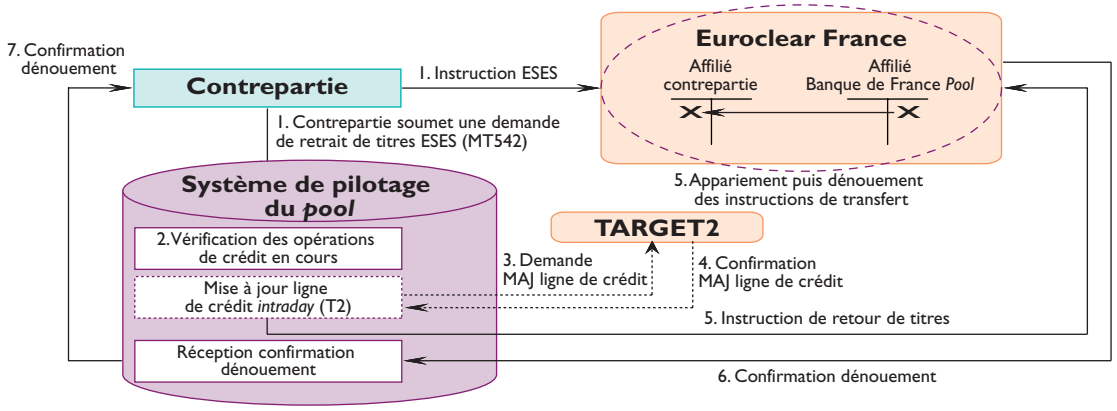
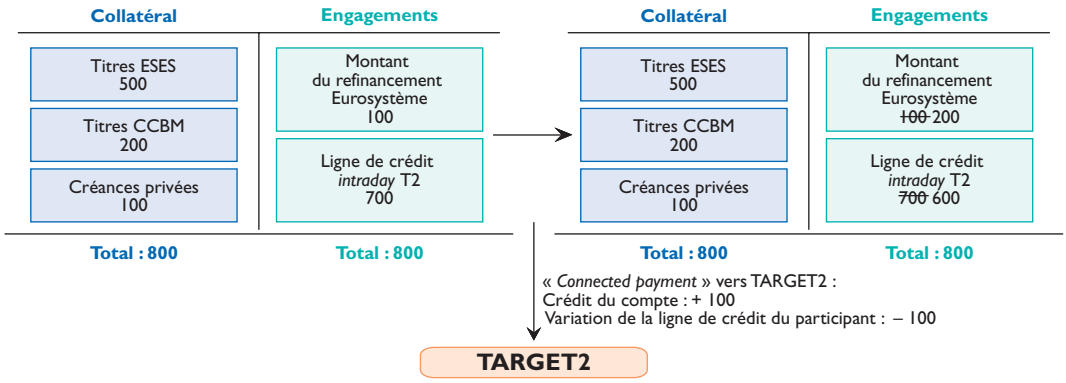


Schéma 7 Exemple d'un renouvellement d'appel d'offres

• Exemple de renouvellement d'une opération de refinancement: une contrepartie est engagée dans une opération de refinancement venant à échéance le 16/04/2008 pour un montant de 100 (capital + intérêts).
Elle a par ailleurs obtenu lors de l'appel d'offres de même échéance suivant un montant de 200 (capital), devant être réglé le 16/04/2008.

• Elle dispose auprès de la Banque de France d'un montant total de garanties s'élevant à 800.
Ci-dessous l'illustration de sa situation lors du renouvellement de son appels d'offres.



Les événements affectant les opérations de politique monétaire

Les opérations de politique monétaire sont réglées au moyen de la fonctionnalité dite « *connected payments* » de TARGET2 qui permet de synchroniser les deux mouvements suivants :

• d'une part, créditer (ou débiter) le compte TARGET2 de la contrepartie d'une somme nette correspondant au montant obtenu lors des procédures d'appels d'offres du jour, diminué du montant des opérations arrivant à échéance le même jour et des intérêts qui s'y attachent ;

• d'autre part, faire varier la ligne de crédit de la contrepartie de la somme nette ci-dessus, mais de sens inverse.

2| Les avantages d'une gestion globale des garanties

2|1 Du collatéral immédiatement disponible

Avec 3G, l'ensemble du collatéral déposé auprès de la Banque est converti, suivant les règles de valorisation de l'Eurosystème, en un « pouvoir d'achat » qui peut être utilisé à tout moment pour obtenir des liquidités, dans le cadre des opérations de politique monétaire ou sous forme de crédit intrajournalier.

Cette situation contraste avec le dispositif qui prévalait avant la réforme (pension livrée) : les participants devaient en effet, une fois le collatéral prédéposé, affecter à chaque opération les garanties appropriées au moyen d'instructions spécifiques de mobilisation, ce qui explique qu'une partie du collatéral prédéposé restait *de facto* inutilisée. Ainsi, en moyenne, la part du collatéral non utilisé s'élevait à 20 % environ des garanties déposées.

Par ailleurs, chaque support de collatéral étant géré de manière indépendante, les établissements ne disposaient pas d'une vision consolidée et globale de leur collatéral mobilisable auprès de la Banque de France. Avec 3G, le « pouvoir d'achat » qui correspond à l'ensemble du collatéral déposé auprès de la Banque de France peut être aisément intégré par les participants à leurs stratégies de refinancement en cas de crise de liquidité (« *contingency funding plan* »).

2|2 Des règles de gestion assouplies

La mise en place de la gestion globale des garanties a permis de supprimer certaines contraintes opérationnelles liées à la technique de la pension livrée.

La disparition des instructions de mobilisation :

Comme on l'a vu plus haut, le recours à la pension livrée obligeait les contreparties à affecter des garanties spécifiques à chaque opération de refinancement et donc à envoyer un grand nombre d'instructions à la Banque de France (une par ligne de titres mobilisée).

La mise en œuvre de 3G a supprimé cette contrainte d'affectation, allégeant substantiellement les travaux de *back-office* des contreparties et de la Banque de France en réduisant le nombre de messages à échanger lors de la mise en place des opérations de politique monétaire.

Cette simplification opérationnelle a aussi permis aux contreparties de mettre en garantie de nombreuses lignes de titres de petite taille et peu liquides et d'optimiser ainsi l'utilisation de leur collatéral.

La compensation des opérations de politique monétaire :

Dans le cadre de la pension livrée, le règlement des opérations de politique monétaire s'effectuait par support de garantie (titres domestiques, titres CCBM, créances privées). Il impliquait donc, pour les contreparties ayant recours aux trois supports de garantie, l'imputation de trois flux espèces distincts.

3G permet de compenser l'ensemble des opérations de politique monétaire ayant la même date de règlement et de les régler en un seul flux espèces.

La levée des contraintes liées à l'utilisation de titres faisant l'objet d'un paiement de coupon :

Le cadre juridique de la pension livrée, et plus spécifiquement la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993, prévoit dans son titre V « Dispositions relatives aux opérations de pension » article 12.II que « l*a pension porte sur des valeurs, titres ou effets, qui ne sont pas susceptibles de faire l'objet, pendant toute la durée de l'opération de pension, du détachement d'un droit à dividende, [….] ou du paiement d'un intérêt soumis à la retenue à la source prévue au 1 de l'article 119 bis ou à l'article 1678 bis du code général des impôts ou ouvrant droit à un crédit d'impôt prévu au b du 1 de l'article 220 du même code* ».

Dans la mesure où la législation fiscale de certains pays membres de l'Eurosystème comporte (notamment) la perception d'une retenue à la source, la Banque de France était dans l'impossibilité d'accepter les titres étrangers faisant l'objet d'un détachement de coupon pendant la durée de l'opération de pension livrée. Cette situation limitait donc l'utilisation par les contreparties de titres étrangers pourtant éligibles auprès de l'Eurosystème et touchait plus particulièrement les opérations de politique monétaire à trois mois.

En levant cette contrainte, 3G augmente le volume des titres étrangers susceptibles d'être remis en garantie.

La suppression du contrôle entre la maturité des titres remis en garantie et l'échéance des opérations de politique monétaire :

Afin d'assurer une couverture suffisante pendant toute la durée des opérations de politique monétaire réalisées dans le cadre de la pension livrée, seuls les titres dont l'échéance était postérieure à celle de l'opération de pension étaient acceptés par la Banque de France. Cette contrainte touchait, elle aussi, plus particulièrement les opérations de politique monétaire à trois mois.

En supprimant l'affectation directe des garanties aux opérations de refinancement, 3G fait disparaître cette contrainte.

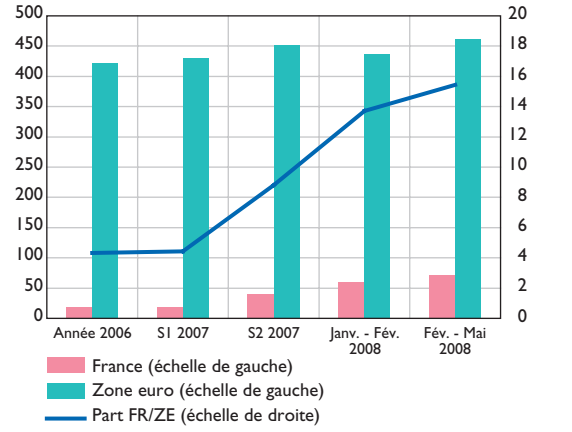
Au total, la levée des contraintes opérationnelles mentionnées ci-dessus a permis aux banques françaises :

• d'augmenter sensiblement le volume des garanties effectivement utilisables auprès de la Banque de France. C'est ainsi que le montant total de garanties déposées auprès de la Banque est passé de 159 milliards d'euros à fin janvier 2008 (dont 20 % *de facto* inutilisés) à 172 milliards à fin mai 2008.

• d'alléger significativement les travaux de *back-office* relatifs au règlement des opérations de refinancement de l'Eurosystème, alors même que la participation des établissements de crédit français à ces opérations s'est accrue depuis le déclenchement de la crise de liquidité en août dernier (cf. graphique ci-dessous).

Graphique Évolution de la participation des établissements de crédit français dans les opérations de politique monétaire Eurosystème

(moyenne quotidienne sur la période considérée)
(en milliards d'euros) *(en %)*



2|3 Une vision globalisée des garanties et du refinancement

La mise en œuvre de 3G a été aussi l'occasion de mettre à disposition des trésoriers des établissements de crédit un outil de consultation via internet qui fournit une vision immédiate et globale des garanties disponibles d'une part et de leur utilisation d'autre part. Ce « poste du trésorier » rassemble en un seul outil les multiples sources d'information à consulter jusqu'alors pour avoir une vision consolidée.

3| Les évolutions juridiques qui ont permis la mise en œuvre d'une gestion globale des garanties

Les statuts du Système européen de banques centrales (SEBC) imposent que les opérations de politique monétaire d'apport de liquidités et les crédits intrajournaliers octroyés aux établissements de crédit donnent lieu à la constitution de garanties « appropriées ». Ces dernières, composées de titres négociables d'une part et de créances bancaires sur des entreprises non financières (communément appelées « créances privées ») d'autre part, sont transférées aux banques centrales nationales selon des modalités juridiques et opérationnelles définies au niveau national.

Dans le cadre des travaux préparatoires à la mise en place de la politique monétaire de l'Eurosystème le 1er janvier 1999, la Banque de France a retenu deux types d'instruments pour la réception des garanties remises par ses contreparties : la pension livrée pour les titres négociables et les cessions « Dailly » pour les créances privées.

La pension livrée avait été préférée au nantissement car, en droit français, ce dernier n'offrait pas alors une sécurité juridique suffisante pour respecter les statuts du SEBC.

La combinaison de ces deux instruments (pension livrée et cessions Dailly) a impliqué la mise en place de modalités opérationnelles spécifiques, permettant à l'époque une relative efficience des procédures d'octroi de liquidités et de remise des garanties.

Néanmoins, l'évolution du contexte au cours des années récentes (en particulier la refonte du dispositif de politique monétaire de l'Eurosystème) a mis en lumière la relative lourdeur des procédures de mobilisation des garanties dans le cadre de la pension livrée. Une évolution vers une gestion globale des garanties impliquait toutefois de passer de la pension livrée au nantissement, passage lui-même conditionné par le renforcement, en droit français, de la sécurité juridique du nantissement.

Ce renforcement s'est effectué en plusieurs étapes :

Tout d'abord, la loi dite « Murcef » du 11 décembre 2001 a inséré dans le Code monétaire et financier un alinéa 2 à l'article L. 141-4 du *Code monétaire et financier* disposant que « *la mise en œuvre des droits des banques centrales nationales et de la Banque centrale européenne sur des instruments financiers […] constitués en garantie à leur profit ne sont pas affectés par l'ouverture des procédures prévues au livre VI du code de commerce ou toute procédure judiciaire ou amiable équivalente sur le fondement d'un droit étranger* ». En d'autres termes, l'ouverture d'une procédure de faillite à l'encontre d'une contrepartie ne fait plus obstacle à la réalisation d'un gage constitué au profit de la Banque de France.

Le champ d'application *rationae personae* de cette protection du nantissement en cas d'ouverture d'une procédure collective a été encore élargi lors de la transposition, par une ordonnance du 24 février 2005 de la directive 2002/47/CE du 6 juin 2002 concernant les

contrats de garantie financière (directive « collatéral »). Cette directive et sa transposition en droit français ont eu pour objet et pour effet d'aligner la sécurité de la constitution et de la réalisation des affectations en garantie sous le régime du nantissement, sur celle dont bénéficiait déjà la pension livrée.

Par ailleurs, les procédures de réalisation des actifs remis en gage ont été assouplies par l'ordonnance 2006-346 du 23 mars 2006 portant réforme du droit des sûretés. L'article L. 431-4 du *Code monétaire et financier* offrait déjà des modalités rapides de réalisation des actifs remis en garantie puisqu'il permettait leur réalisation huit jours après mise en demeure au débiteur. En outre, l'article D. 431-3 précisait déjà que la réalisation du gage pouvait intervenir par vente sur un marché réglementé ou attribution en propriété. Mais cet article ne concernait que les instruments financiers négociés sur un marché réglementé. Il renvoyait pour la réalisation des autres instruments financiers à l'article L. 521-3 du code de commerce. Or, la Banque de France accepte en garantie des instruments financiers qui peuvent n'être négociés que sur un marché de gré à gré comme certains titres de créances négociables (TCN).

D'où l'intérêt de la réforme de 2006 qui a supprimé la prohibition du pacte commissoire prévue par le dernier alinéa de l'article L. 521-3 du *Code de commerce* (« Toute clause qui autoriserait le créancier à s'approprier le gage ou à en disposer sans les formalités ci-dessus prescrites est nulle »). Il est maintenant précisé que « le créancier peut également demander l'attribution judiciaire du gage ou convenir de son appropriation conformément aux articles 2347 et 2348 du *Code civil* ». L'article 2348 du *Code civil* prévoit « qu'il peut être convenu lors de la constitution du gage ou postérieurement, qu'à défaut d'exécution de l'obligation garantie le créancier deviendra propriétaire du bien gagé. La valeur du bien est déterminée au jour du transfert par un expert désigné à l'amiable ou judiciairement, à défaut de cotation officielle du bien sur un marché organisé au sens du *Code monétaire et financier*. Toute clause contraire est réputée non écrite ». Dans la mesure où le marché des TCN doit être considéré comme un marché organisé (notamment en raison de la surveillance exercée par la Banque de France), on peut donc conclure que la réalisation des TCN pourrait prendre la forme d'une vente sur le marché sans recourir à la procédure d'évaluation par un expert.

Ces réformes successives ont ainsi permis de renforcer la sécurité juridique du nantissement en droit français, pour la rendre équivalente à celle de la pension livrée, ouvrant ainsi la voie au lancement du projet 3G en juillet 2006.

La mise en œuvre de 3G constitue une évolution majeure des modalités de refinancement des banques françaises auprès de la Banque de France. Elle permet à la place de Paris de rejoindre les meilleurs standards européens et constitue une étape importante vers une plus grande harmonisation des procédures d'octroi de liquidités au sein de l'Eurosystème dans la perspective future d'une plate-forme commune à l'ensemble des banques centrales nationales pour la gestion des garanties de l'Eurosystème : CCBM2.

La croissance des crédits dans les pays d'Europe centrale et orientale est-elle excessive ?

Virginie COUDERT
Direction de la Stabilité financière

Cyril POUVELLE
Direction des Relations internationales et européennes

Les taux de croissance du crédit dépassent ou avoisinent 30 à 50 % l'an dans certains pays d'Europe centrale, orientale et du sud-est (pays baltes, Bulgarie, Roumanie, Albanie et Macédoine). Ces taux de croissance élevés sont-ils susceptibles de générer des « excès » de crédit, dommageables à l'économie ? Ou s'agit-il d'un effet normal du rattrapage, pour des pays peu bancarisés au moment de leur transition ? Pour répondre à cette question, nous utilisons des approches complémentaires, fondées successivement sur des écarts à la tendance de long terme et sur des régressions économétriques.

Une première approche consiste à resituer les évolutions actuelles par rapport à leur tendance de long terme. À ce titre, un excès de crédit est identifié lorsque le ratio crédit sur PIB dépasse la valeur haute d'un intervalle de confiance au-dessus de sa tendance de long terme. Le crédit serait excessif sur la période récente dans plusieurs pays (pays baltes, Hongrie, Roumanie, Slovénie, République tchèque, Albanie). Cette approche statistique a le mérite de comparer les évolutions récentes au contexte historique, mais le défaut de ne pas tenir compte des fondamentaux économiques.

La deuxième approche, qui semble plus adaptée, consiste à évaluer le niveau « normal » des crédits au regard de variables fondamentales, en se référant à un grand échantillon de pays. Les résultats montrent que le ratio de crédit sur PIB reste encore inférieur à son niveau estimé, dans une majorité de PECO. Il pourrait donc y avoir un phénomène normal de rattrapage des niveaux de crédits par rapport au PIB. Cependant, le rattrapage a déjà eu lieu en Bulgarie, en Croatie et dans les pays baltes. La croissance du crédit est ensuite estimée en fonction de l'écart à ce niveau « normal » et d'autres variables économiques, comme la croissance du PIB et le taux d'intérêt réel. On constate alors que les évolutions récentes du crédit dépassent largement les estimations en Albanie, Bulgarie, Estonie et Roumanie, ce qui suggère un excès de crédit. C'était également le cas en Lituanie, en Serbie et en Slovénie un an plus tôt.

Mots-clés : Crédits bancaires, convergence, rattrapage

Codes JEL : C33, E51, G21

NB : Nous remercions Y. Algan (École d'Économie de Paris – EEP), L. Clerc (direction de la Stabilité financière), P. Diev et R. Lecat (direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision), X. Ragot (EEP), H. Raymond (Université de Paris X) pour leurs conseils et leurs commentaires précieux, ainsi que P. Brion (direction de la Stabilité financière) pour ses travaux d'assistance-recherche très efficaces.

Les principales institutions financières internationales — Fonds monétaire international (FMI), Banque européenne pour la Reconstruction et le Développement (BERD), Banque des Règlements internationaux (BRI), ainsi que la Banque centrale européenne (BCE) — ont au cours de la période récente inscrit à l'ordre du jour de leurs discussions le thème de la croissance très rapide des crédits dans les pays émergents d'Europe centrale et orientale (PECO), car cette évolution peut être porteuse de risques pour la stabilité financière de ces pays. La préoccupation porte à la fois sur les PECO membres de l'Union européenne (UE) et sur les pays des Balkans.

Les PECO se trouvent dans une situation particulière du point de vue économique, car ils font l'objet de deux tendances. D'une part, ils connaissent un rattrapage économique analogue à celui des autres pays émergents, en vertu duquel leur revenu par tête et leur productivité convergent progressivement vers celui des pays avancés. D'autre part, ces pays sont en train d'achever la transition économique, qui a transformé leurs structures pour les faire passer d'économies planifiées à des économies de marché.

En raison des tendances économiques à l'œuvre dans la transition, ces pays subissent un choc positif sur leur croissance. Dans ce cadre, il n'est pas étonnant que le crédit y soit particulièrement dynamique. Néanmoins, des taux de croissance du crédit de 30 à 50 % l'an récemment observés dans ces pays peuvent aussi se révéler excessifs. Cette question se pose d'autant plus que dans le passé, une croissance très forte du crédit a souvent précédé les crises financières.

Les « excès de crédit » sont effectivement identifiés dans la littérature économique comme un facteur essentiel dans le déclenchement des crises financières, notamment dans les pays émergents qui semblent plus vulnérables (cf. Kaminsky et Reinhart, 1999). Un excès de crédit a tendance à accroître les déséquilibres macroéconomiques internes en provoquant une demande excessive, des tensions inflationnistes et en alimentant des bulles spéculatives sur les prix d'actifs (cf. Allen et Gale, 2000) ; un autre inconvénient est d'aggraver les déficits extérieurs et de creuser la dette (cf. Duenwald *et al.*, 2005 ; Coricelli *et al.*, 2006 ; Diev et Pouvelle, 2008).

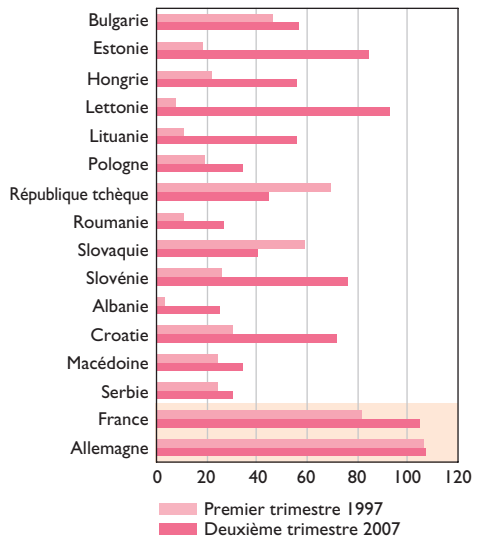
La croissance du crédit dans les PECO peut s'interpréter de deux façons différentes. Premièrement, elle peut constituer un phénomène normal de rattrapage : au début de la transition, de 1991 à 1993, le stock de crédit existant a été éliminé par l'hyperinflation dans certains pays, notamment la Pologne et les pays baltes (Estonie, Lettonie, Lituanie). Puis, pendant la phase de stabilisation, le processus de libéralisation des structures financières et de bancarisation s'est mis en place progressivement. Ainsi, en 1997, le stock de crédit de ces économies était encore très bas : moins de 20 % du PIB dans les pays baltes, en Pologne, en Roumanie (à comparer par exemple avec des chiffres de 82 % en France et 106 % en Allemagne à la même époque, cf. graphiques 1 et 2).

Deuxièmement, l'évolution du crédit peut aussi être excessive, alimentant une surchauffe économique et les pressions inflationnistes. Ceci est une préoccupation pour des pays qui sont soit membres de l'Union européenne, soit candidats officiels ou potentiels à l'adhésion (pour les pays des Balkans). Ils doivent en effet à terme adopter l'euro et se mettre en conformité avec les critères de convergence définis par le Traité de Maastricht, notamment celui concernant la stabilité des prix.

Deux types d'approches sont utilisés dans la littérature économique pour identifier des périodes de croissance excessive du crédit. La première est une approche purement statistique, fondée sur l'évolution des séries de crédit par rapport à leur tendance de long terme, comme dans

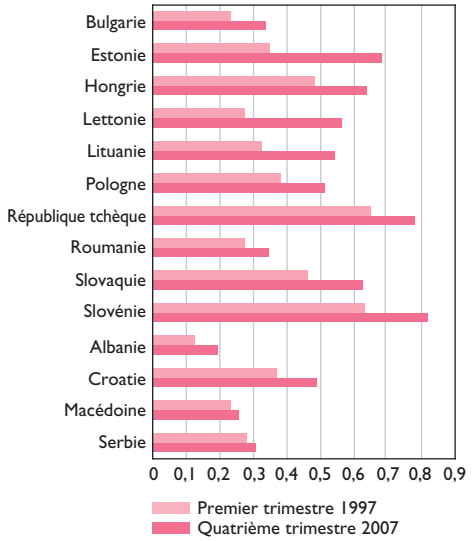
Graphique 1 Ratio de crédit

en % du PIB



Source : FMI, Statistiques Financières Internationales (SFI)

Graphique 2 PIB en parité de pouvoir d'achat rapporté à celui de la zone euro



Source : FMI (SFI)

Gourinchas *et al.* (2001), Tornell et Westermann (2002), le FMI (2004) et Sa (2006). La deuxième est économétrique et vise à expliquer le niveau ou l'évolution du crédit par les fondamentaux économiques (Cottarelli *et al.* (2005) ; Boissay *et al.* (2005) ; Egert *et al.* (2006) ; Kiss *et al.* (2006)).

Cet article applique les deux types d'approche sur un grand échantillon de pays émergents et développés, dans le but d'identifier un éventuel comportement spécifique aux pays d'Europe centrale et orientale. Dans l'approche statistique, nous testons différents indicateurs et différents seuils possibles dans la définition des périodes d'excès de crédit. Dans l'approche économétrique, nous utilisons un modèle à correction d'erreur. Nous déterminons d'abord le niveau de crédit sur PIB correspondant aux fondamentaux dans l'ensemble de l'échantillon. Les résultats montrent que le ratio crédit sur PIB n'a pas encore atteint sa valeur estimée dans la plupart des PECO. Ainsi, l'évolution rapide des crédits peut résulter de ce « rattrapage » vers le niveau compatible avec les fondamentaux économiques. Puis, l'évolution du crédit est expliquée en fonction des écarts du crédit sur PIB à sa valeur estimée dans l'étape précédente, et d'autres variables macroéconomiques, comme le taux d'intérêt et la croissance du PIB. Un modèle à correction d'erreur avait déjà été adopté dans une étude de la BCE (cf. Boissay *et al.*, 2005). Nous le modifions ici en retenant un large échantillon de référence comprenant à la fois des pays développés, émergents et en transition. Cette méthode nous permet de prendre en compte les interactions entre le niveau initial des crédits et la vitesse de convergence vers le nouvel équilibre de long terme.

La première partie compare le ratio de crédit sur PIB et l'évolution réelle des crédits à leur tendance de long terme ; au-delà d'un certain seuil, les écarts positifs sont identifiés comme des périodes d'excès de crédit. La deuxième partie donne des estimations économétriques du ratio de crédit sur PIB par rapport à des variables macro-économiques pour les PECO sur la période récente, puis estime les taux de croissance du crédit.

1| Les écarts à la tendance de long terme

Il s'agit de définir des indicateurs représentatifs du crédit et de les comparer à leur tendance de long terme. Les écarts de ces indicateurs à leur tendance de long terme sont ensuite analysés, de façon à faire ressortir les plus importants. Un « excès » ou un « boom » de crédit est ainsi identifié si l'indicateur dépasse sa tendance de long terme de manière « significative » à une certaine date.

Nous généralisons ici la méthode adoptée par Gourinchas, Valdès et Landerretche (2001), le FMI (2004) et Sa (2007). Ces études diffèrent par les indicateurs de crédit retenus, la manière de calculer les écarts à la tendance et la définition du seuil (pour une description technique de nos indicateurs, se reporter à l'annexe 1).

L'échantillon comprend 52 pays : 21 pays développés, 17 pays émergents hors Europe et 14 pays émergents d'Europe centrale, orientale et du sud-est. Les données sont trimestrielles sur la période allant du premier trimestre 1980 au deuxième trimestre 2007, selon leur disponibilité. Pour les PECO, nous considérons seulement la période postérieure au premier trimestre 1993 Compte tenu des retards nécessaires pour calculer les glissements annuels et la tendance de long terme, l'estimation ne commence que quatre ans après la date du début de disponibilité des données. La série utilisée pour le crédit est le stock de crédit des banques domestiques au secteur privé résident. La liste des pays, les données, leurs sources et leur période de disponibilité sont détaillées en annexe 2.

Pour chaque pays, nous considérons deux indicateurs : le crédit sur PIB et l'évolution réelle des crédits [1]. Nous estimons leur tendance de long terme avec un filtre Hodrick-Prescott ; puis nous calculons les écarts à la tendance. Nous identifions ensuite les périodes de boom de crédit en définissant les seuils selon deux méthodes.

Première approche

La première approche consiste à construire un intervalle proportionnel à l'écart-type autour de la tendance pour définir le seuil de dépassement (cf. annexe). On identifie alors 4,9 % de booms de crédit pour le ratio de crédits sur PIB dans l'échantillon total et 4,3 % pour la croissance réelle du crédit (cf. tableau 1).

Si pour l'un des pays, un indicateur sort de l'intervalle par le haut, cette période correspond à un boom de crédit. Les graphiques 3 montrent que c'est le cas pour les pays baltes sur la période la plus récente pour l'indicateur de crédit sur PIB (cf. première colonne des graphiques 3). Les graphiques pour les autres PECO figurent en annexe 3.

Tableau 1 Pourcentage de booms de crédit identifiés avec la méthode 1 (a)

(crédit sur PIB et croissance réelle du crédit en %)

Groupe de pays	Nombre d'observations (a)	Crédit sur PIB	Croissance réelle du crédit
Échantillon total	3 848	4,9	4,3
Pays développés	1 968	5,0	4,8
Pays émergents	1 880	4,8	3,8

(a) Les booms sont les observations dont les écarts à la tendance dépassent 1,75 fois l'écart-type.

Tableau 2 Identification des booms du crédit dans les PECO, méthode 1

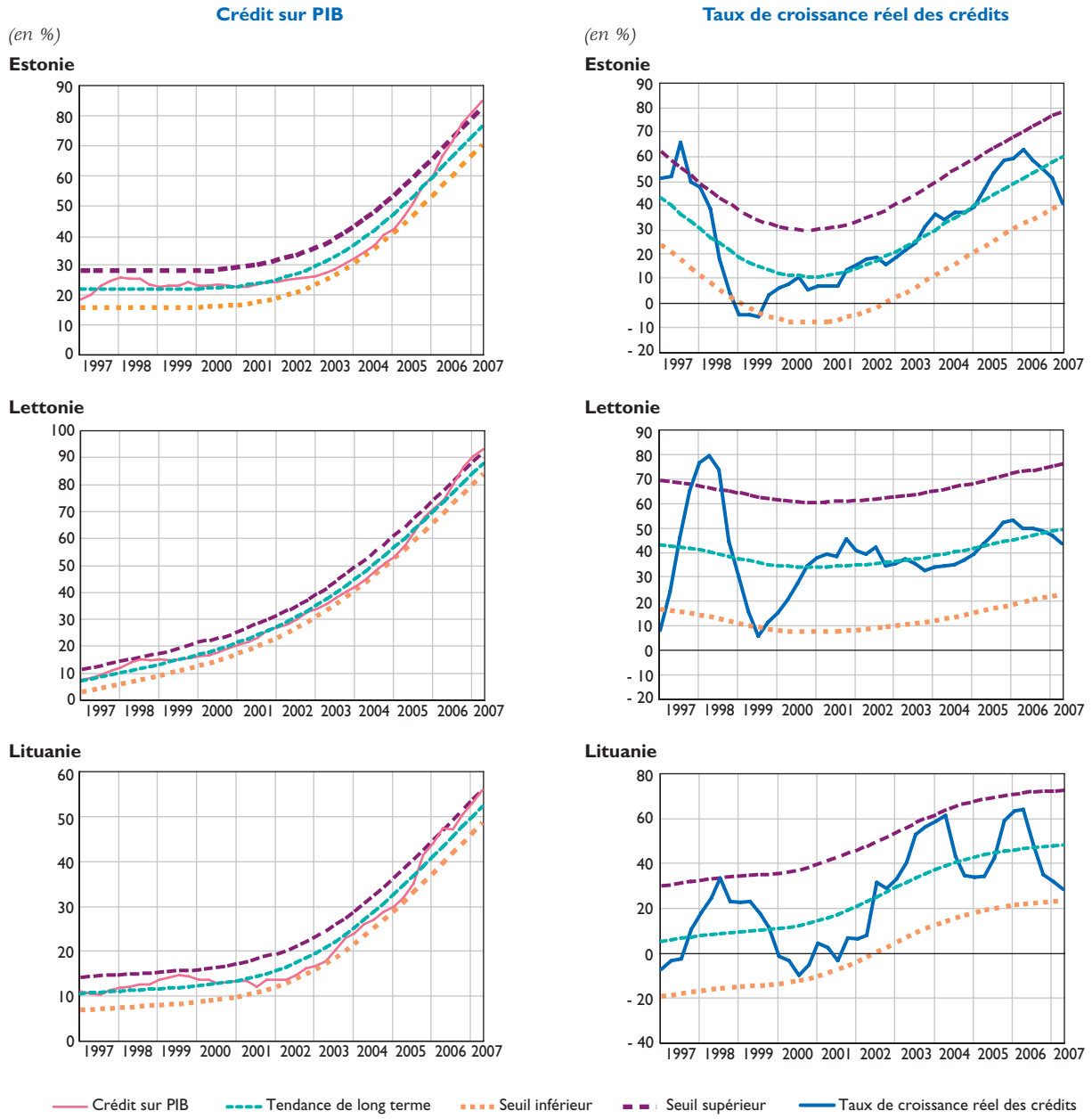
Pays	Crédit sur PIB	Croissance réelle du crédit
Bulgarie	T1 1997	T2 1998 à T2 1999
Estonie	T4 2006 à T2 2007	T3 1997
Hongrie	T2 2006 à T3 2006	T3 à T4 2000
Lettonie	T4 2006 à T2 2007	T1 à T3 1998
Lituanie	T2 2006 à T2 2007	T3 1998,T2 2003,T2 2004
Pologne	T2 2000	T4 2005
Rép. tchèque	T2 2007	–
Roumanie	T4 1998 à T1 1999,T4 2006	T4 1998 à T1 1999
Slovaquie	T3 à T4 2000	T1 à T2 1997,T3 2002
Slovénie	T2 à T3 2006	T4 1998,T2 1999
Albanie	T4 2006 à T2 2007	T3 2000,T3 2005
Croatie	T2 à T4 1998	T4 1997 à T1 1998
Macédoine	T4 1997 à T1 1998	T3 à T4 1999
Serbie	2000,T2 à T3 2001	T3 2000

Le tableau 2 recense les dates des épisodes d'excès de crédit dans les PECO selon les deux indicateurs. Le ratio de crédit sur PIB fait apparaître des booms surtout en fin de période. Depuis le début de l'année 2006, selon cet indicateur, des booms de crédit sont ainsi identifiés dans les trois pays baltes, en Hongrie, République tchèque, Roumanie, Slovénie et Albanie (cf. aussi graphiques de l'annexe 3, première colonne). Ce diagnostic est conforme aux commentaires émis par les observateurs de ces marchés (notamment Boissay *et al.*, 2005 ; Egert *et al.*, 2006 ; Kiss *et al.* (2006)).

Les conclusions sont très différentes si l'on considère l'évolution réelle du crédit. Il n'y aurait d'excès de crédit dans aucun des PECO sur la période récente (cf. tableau 2 et graphiques de l'annexe 3, seconde colonne).

1 *Pour l'évolution réelle du crédit, nous retenons un glissement annuel, ce qui permet d'éliminer les problèmes de saisonnalité et parce qu'il est moins volatil que le glissement trimestriel.*

Graphiques 3 Crédit sur PIB et taux de croissance réel des crédits, pour les pays baltes
Valeur observée, tendance de long terme et intervalle de 1,75 écart-type autour de la tendance



Sources : calculs des auteurs, FMI (SFI)

Il peut sembler étrange que la même méthode employée avec la variable d'évolution des crédits réels ne détecte aucun excès de crédit sur la période récente pour les PECO. Les graphiques 3 (seconde colonne) montrent que les booms de crédit obtenus par cet indicateur sont concentrés en début de période (1997 ou 1998) pour les pays baltes. Il en est de même pour les autres pays (Albanie, Bulgarie, Croatie, Estonie, Roumanie, Slovaquie, Slovénie), comme le montrent le tableau 2 et les graphiques en annexe 3. Ceci tient avant tout au fait que la croissance des crédits a été particulièrement forte en début de période dans les pays en transition. On peut sans doute expliquer le phénomène par des stocks de crédit initiaux très bas. Pour cette raison, l'évolution réelle du crédit n'est sans doute pas un bon indicateur.

Un autre inconvénient du taux de croissance des crédits tient à sa grande sensibilité aux effets du cycle économique ; c'est le cas *a fortiori* des écarts à la tendance également. Les épisodes de ralentissement économique et de rationnement du crédit peuvent entraîner une tendance négative, qui conduit à identifier à tort des excès de crédits dès la reprise. Des taux de croissance très bas peuvent ainsi apparaître comme des booms de crédit s'ils sont précédés d'une période où le taux de croissance était négatif [2].

L'utilisation d'un taux de croissance dans l'indicateur génère donc des biais, qui peuvent être évités en considérant le ratio du crédit au PIB. C'est pourquoi la variable de crédit sur PIB semble plus pertinente pour signaler d'éventuelles surchauffes sur le marché du crédit.

Deuxième approche

Dans la deuxième approche, nous identifions un seuil au-delà duquel l'écart du crédit à sa tendance de long terme donne un certain pourcentage de booms dans l'échantillon. Nous calculons pour différents seuils le pourcentage d'excès de crédit correspondant (cf. tableau 3). Ainsi, si l'on veut obtenir un pourcentage d'environ 5 % de booms dans l'échantillon, ce qui correspond à un boom par pays tous les vingt ans, le seuil doit être fixé à 5 points de PIB pour l'indicateur de crédit sur PIB (on obtient alors 4,6 % d'excès de crédit dans l'échantillon). Pour la croissance réelle du crédit, le seuil doit être fixé à 13 % pour obtenir 5 % de booms dans l'échantillon.

Tableau 3 Nombre de booms de crédit identifiés, avec la méthode 2, selon différents seuils (a)

(seuil en point de PIB ou en % ; crédit sur PIB et croissance réelle du crédit en %)

Seuil	Crédit sur PIB	Croissance réelle du crédit
3	10,9	24,9
4	6,9	19 ,9
5	4,6	16,3
6	3,4	13,3
10	1,1	6,9
13	1,1	5,0
15	0,4	3,9

(a) Les booms sont les observations dont les écarts à la tendance dépassent le seuil indiqué dans la première colonne.

Tableau 4 Identification des booms du crédit dans les PECO, méthode 2 (a)

(crédit sur PIB et croissance réelle du crédit en %)

Pays	Crédit sur PIB	Croissance réelle du crédit
Bulgarie	T1 à T2 1997, T1 2005	T4 1998 à T3 1999, T2 2003, T1 2005, T2 2007
Estonie	T3 2006 à T2 2007	T3 1997 à T1 1998
Hongrie	–	T3 à T4 2000
Lettonie	T4 2006 à T2 2007	T4 1997 à T4 1998
Lituanie	–	T2 1998 à T2 1999, T4 2005 à T2 2006
Pologne	–	–
Rép. tchèque	T2 2007	–
Roumanie	–	T2 1998 à T1 1999
Slovaquie	T4 1999, T3 à T4 2000	T1 à T4 1997, T3 à T4 2002
Slovénie	–	–
Albanie	–	T3 2000, T4 2001, T2 2002, T2 2005 à T2 2006
Croatie	–	T4 1997 à T2 1998, T4 2002 à T1 2003
Macédoine	–	T3 à T4 1999
Serbie	–	–

(a) Les booms sont les observations dont les écarts à la tendance dépassent 5 % pour le crédit sur PIB et 13 % pour l'évolution réelle des crédits.

Les résultats des deux méthodes peuvent donc être rendus équivalents du point de vue du nombre d'excès de crédit identifiés. Fixer le seuil de 1,75 écart-type ou retenir un intervalle de cinq points pour le crédit sur PIB, ou de treize points pour la croissance réelle du crédit, donne à peu près le même pourcentage de 5 % de booms dans l'échantillon. Les deux méthodes donnent cependant des résultats différents au niveau des observations individuelles. En effet, dans la première méthode, les seuils sont calculés pour chaque pays, alors que dans la seconde approche, ils sont les mêmes pour tous les pays de l'échantillon.

Les résultats de cette méthode pour les PECO sont effectivement différents de ceux obtenus précédemment (cf. tableau 4). Sur la période récente, seules l'Estonie, la Lettonie et la République tchèque sont identifiées comme connaissant un boom de crédit par l'indicateur de crédit sur PIB. Il y a moins de PECO en situation de booms de crédit que dans l'approche précédente.

Au contraire, l'indicateur d'évolution du crédit détecte un boom de crédit en Bulgarie, en Lituanie et en

2 *C'est notamment le cas en Bulgarie (T4 1998 à T2 1999), en Roumanie (T4 1998 à T1 1999), en Slovaquie (T1 à T2 1997 et T3 2002), en Macédoine (T3 à T4 1999) et en Serbie (T4 2000).*

Albanie sur la période récente, alors que ce n'était pas le cas précédemment. Ceci signifie que la croissance réelle de leurs crédits excède de plus de 13 % sa tendance de long terme. Par comparaison, on peut donc conclure que le seuil calculé précédemment pays par pays (comme 1,75 fois l'écart-type) était supérieur à 13 %, en raison de la forte volatilité du crédit dans ces trois pays. La première méthode qui fixe des seuils par pays semble plus adaptée, pour identifier les « booms » de crédit. C'est celle que nous retenons dans la suite.

Les booms et les "*busts*" de crédit

Les phénomènes de "*boom and bust*", typiques sur les marchés financiers, sont aussi observés dans la distribution du crédit. Les phases d'euphorie des investisseurs sont suivies de brusques poussées d'aversion pour le risque, à mesure que les crédits contractés s'avèrent moins rentables que prévu. La littérature empirique montre que la plupart des crises bancaires sont précédées d'un épisode de croissance rapide du crédit. En revanche, l'inverse ne se vérifie pas nécessairement : seule une minorité des épisodes de croissance rapide du crédit entraîne une crise (cf. Gourinchas *et al.* (2001) ; Tornell et Westermann, 2002 ; Bordo et Jeanne, 2002 ; Borio et Lowe, 2002 ; FMI, 2004). La croissance rapide des crédits apparaît donc généralement comme une condition nécessaire mais non suffisante d'une crise bancaire.

Pour être conforme à cette observation, un bon indicateur de boom de crédit devrait donc détecter moins de périodes de booms suivies par des contractions, que de périodes de contraction précédées d'un boom. Nous vérifions cela pour les indicateurs construits précédemment selon la méthode 1 en retenant une définition pour les épisodes de contraction du crédit symétrique à celle des "*credit booms*" : une contraction de crédit supérieure à 1,75 fois l'écart type au-dessous de la tendance [3]. Les épisodes de contraction de crédit peuvent donc se voir sur les graphiques 3 lorsque l'indicateur dépasse par le bas l'intervalle autour de la tendance.

Globalement, le pourcentage d'excès de crédit suivis dans les deux ans par une contraction est de 16 % pour le ratio crédit sur PIB (cf. tableau 5).

Tableau 5 Probabilités d'une contraction du crédit dans les deux années après un boom et vice versa

(crédit sur PIB et croissance réelle du crédit en %)

Crédit sur PIB	Croissance réelle du crédit
Pourcentage de booms suivis d'une contraction dans les deux ans	
16,0	24,7
Pourcentage de contractions précédées d'un boom dans les deux ans précédents	
26,0	25,2

Note : Les booms sont les observations dont les écarts à la tendance dépassent 1,75 fois l'écart-type ; les contractions sont celles dont les écarts à la tendance sont inférieurs à 1,75 fois l'écart-type.

Ce pourcentage peut être interprété comme une probabilité que les booms de crédits soient suivis d'une contraction. La probabilité qu'une contraction soit précédée d'un boom est plus forte, étant de 26 % pour le ratio de crédit sur PIB. Ceci est conforme aux résultats attendus. Pour l'indicateur de croissance réelle de crédit, au contraire, les deux probabilités sont à peu près les mêmes, de l'ordre de 25 %. Ces résultats confirment notre préférence pour l'indicateur basé sur le crédit sur PIB.

À titre d'illustration, regardons les résultats donnés par ces indicateurs autour des crises asiatiques en 1997 et celle du Brésil en 1998 (cf. tableau 6). Avec l'indicateur fondé sur le crédit sur PIB, trois pays asiatiques sur les quatre retenus ont des booms de crédit identifiés au moment de la crise et des contractions ensuite. La crise brésilienne est aussi précédée d'un boom de crédit et suivie d'une contraction. Il est vrai que pour l'Indonésie et Singapour, les épisodes d'excès sont décalés par rapport au déclenchement de la crise. Le phénomène de boom qui est identifié tiendrait donc davantage à la forte chute du PIB, produite par la crise, qui fait mécaniquement augmenter le ratio crédit sur PIB, qu'à l'évolution du marché du crédit. En utilisant le taux de croissance du crédit, seul un pays sur cinq est identifié comme connaissant un boom de crédit avant la crise. L'indicateur semble cependant plus apte à identifier les contractions du crédit dans les deux ou trois années qui ont suivi les crises.

Au total, aucun de ces indicateurs ne semble vraiment satisfaisant pour refléter les faits stylisés de croissance excessive du crédit avant la crise asiatique et d'effondrement ensuite.

3 *La principale différence méthodologique avec la littérature existante réside dans la variable de contraction du crédit, que nous calculons ici à partir des évolutions du crédit, pour être cohérent avec la démarche précédente, alors que les auteurs cités ci-dessus utilisent des listes de crises bancaires répertoriées.*

Tableau 6 Identification des booms et des contractions du crédit dans les pays ayant connu des crises financières

Pays entre parenthèse : l'année de la crise	Crédit sur PIB		Croissance réelle du crédit	
	Périodes de booms du crédit avant ou pendant la crise	Périodes de contraction du crédit après la crise	Périodes de booms du crédit avant ou pendant la crise	Périodes de contraction du crédit après la crise
Corée du Sud (1997)	–	–	–	T2 à T4 1998
Indonésie (1997)	T1 à T3 1998	T2 1999 à T1 2001	T2 1998	T1 à T4 1999
Philippines (1997)	T4 1997 à T2 1998	–	–	T4 1998 à T2 1999
Thaïlande (1997)	T3 1997 à T4 1998	T3 à T4 2000	–	T3 2000
Brésil (1998)	T3 1997 à T2 1998	T4 1998	–	T4 1998 à T2 1999

Note : Les booms sont les observations dont les écarts à la tendance dépassent 1,75 fois l'écart-type ; les contractions sont celles dont les écarts à la tendance sont inférieurs à 1,75 fois l'écart-type.

Limites de la méthode

La critique principale qui peut être adressée aux calculs fondés sur le taux de croissance du crédit tient au fait qu'ils ne prennent pas en compte le niveau initial. Or, la croissance du crédit est plus ou moins acceptable selon son niveau en proportion du PIB. En particulier, il est normal que l'approfondissement financier, qui accompagne le rattrapage des pays émergents, entraîne une croissance des crédits transitoirement plus rapide, car ceux-ci partent généralement d'un niveau très bas.

À cet égard, le ratio de crédit sur PIB peut fournir un indicateur plus fiable. Cependant, ces calculs ne sont pas non plus exempts de défaut, car les estimations de tendances de long terme à partir d'un filtre Hodrick-Prescott manquent souvent de robustesse lorsque les séries sont courtes et susceptibles de ruptures de tendance. En particulier, ces calculs peuvent être soumis à des effets de « bord », rendant peu fiables les estimations sur les premiers et les derniers points de la série. Ce problème se pose particulièrement pour les pays en transition.

En conclusion, les indicateurs d'excès de crédit fondés sur une approche purement statistique ne semblent pas suffisants pour affirmer la présence d'excès de crédit dans les pays considérés. Il est nécessaire de les compléter par une approche économétrique, qui mette en relation le marché du crédit avec les variables fondamentales de l'économie.

2| Les indicateurs de crédit en fonction des fondamentaux

2|1 La démarche

Le ratio de crédit sur PIB a tendance à croître avec le développement économique. Partant d'un niveau initialement bas dans les PECO, il est soumis à un processus de convergence parallèle à la convergence réelle, comme le montrent les graphiques 1 et 2 ci-avant. Pour expliquer le taux de croissance du crédit, il faut tenir compte de ce phénomène. C'est pourquoi nous procédons ici en deux étapes. Dans la première, nous estimons le ratio crédit sur PIB en fonction d'un certain nombre de variables fondamentales, et notamment du niveau de développement. Le niveau estimé de ce ratio est considéré comme « normal » ou « niveau d'équilibre » au regard des fondamentaux. Si la valeur observée du ratio est inférieure à sa valeur estimée, le pays devrait « rattraper » le niveau normal par un taux de croissance du crédit plus fort. Dans la deuxième étape, le taux de croissance réel du crédit sur PIB est expliqué par l'écart du crédit sur PIB à sa valeur « normale » et à un certain nombre de fondamentaux. Nous utilisons donc un modèle à correction d'erreur.

Un certain nombre d'études ont déjà adopté ce type d'approche. Certaines ont tenté de définir des ratios de crédit sur PIB compatibles avec les

fondamentaux économiques (cf. Cottarelli, Dell'Ariccia et Vladkova-Hollar, 2005 ; Egert, Backé et Zumer, 2006). Pour cela, le ratio est régressé sur un ensemble de variables explicatives comprenant généralement : le PIB par habitant mesuré en parité de pouvoir d'achat, la dette publique, l'inflation, les taux d'intérêt, etc... Des variables qualitatives sont parfois ajoutées comme des indicateurs de libéralisation financière, du système juridique du pays, etc... Cependant, ces études n'estiment pas de taux d'évolution des crédits.

Deux papiers récents utilisent un modèle à correction d'erreur pour estimer une relation de long terme entre des variables en niveau et expliquer l'évolution des crédits elle-même. Kiss *et al.* (2006) estiment ainsi un taux de croissance de long terme du ratio crédit sur PIB, mais sans expliciter les résultats du modèle, tandis que Boissay *et al.* (2005) ont tenté de modéliser directement le taux de croissance du crédit à partir des fondamentaux.

2|2 Évaluer les ratios de crédit sur PIB

La première étape consiste à évaluer les valeurs « normales » du ratio crédit sur PIB en fonction des fondamentaux économiques de chaque pays, puis à calculer la position des différents pays par rapport à ces valeurs « normales » (cf. la description des modèles économétriques utilisés en annexe 4, section 1|).

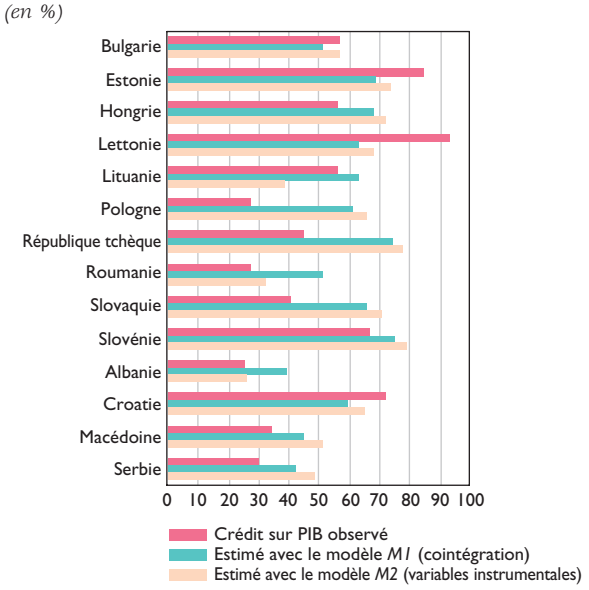
Les valeurs estimées par les deux modèles utilisés sont comparées aux ratios de crédits sur PIB observés dans les PECO en fin de période (cf. graphiques 5 et 6).

Les ratios de crédit en pourcentage du PIB sont très au-dessous des valeurs estimées par les deux modèles, pour la plupart des pays en transition sur la période récente. La Pologne et la République tchèque, notamment, ont des niveaux de crédit particulièrement bas, respectivement de 34 % et 44 % du PIB, inférieurs de 30 points de PIB aux valeurs estimées des deux modèles. La Slovaquie a aussi un faible niveau de crédit par rapport à son niveau de développement, inférieur de 25 à 30 points à la valeur estimée. Dans une moindre mesure, c'est aussi le cas pour la Hongrie, la Macédoine et la Serbie, qui ont des ratios de crédit inférieurs de 10 à 20 points aux résultats des modèles. Ces résultats sont conformes à plusieurs études sur le sujet (Cottarelli *et al.* 2005 ; Egert *et al.* 2006), montrant que les PECO seraient encore en phase de rattrapage pour leur niveau de crédit. La Slovénie et la Bulgarie ont des ratios de crédit proches des valeurs estimées.

Cependant, la croissance très rapide du crédit dans les dernières années a fait changer la situation

Graphique 5 Crédits sur PIB observés et estimés au 2ème trimestre 2007 (a)

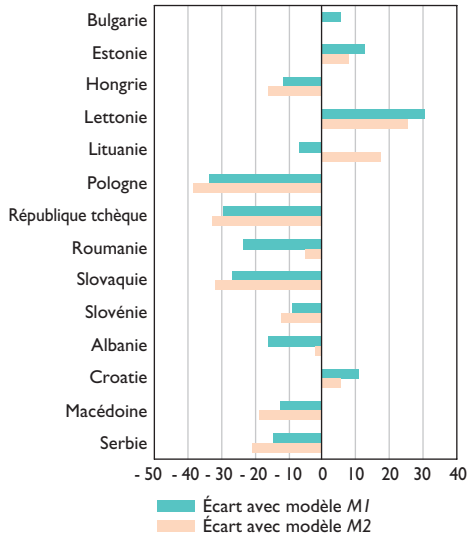
(en %)



(a) Sauf pour la Roumanie (1er trimestre 2007)

Graphique 6 Écarts entre crédits sur PIB observés et estimés au 2ème trimestre 2007

(en % du PIB)



pour la Lettonie, l'Estonie et la Croatie, voire la Lituanie. Ces pays ont maintenant des ratios de crédit supérieurs aux valeurs estimées, ce qui laisserait penser que la croissance actuelle de leur crédit est désormais au-delà du processus de rattrapage. Ceci est particulièrement net pour la Lettonie, où l'encours du crédit, de 93 % du PIB, dépasse désormais de 26 à 30 points les estimations des modèles.

2|3 Estimation du taux de croissance des crédits en fonction des fondamentaux

Nous estimons à présent l'évolution du ratio de crédit sur PIB et le taux de croissance réel des crédits en fonction des écarts aux niveaux estimés précédemment et des fondamentaux économiques. Deux méthodes seront retenues : un modèle à correction d'erreur (ECM) et un modèle à variables instrumentales (VI) dont la description est faite en annexe 4, section 2|.

Nous comparons les taux de croissance du crédit observés récemment dans les PECO aux estimations des modèles (cf. graphiques 7 et 8). Deux périodes sont considérées : la dernière période disponible, soit le glissement annuel du deuxième trimestre 2007, et celui de l'année précédente, au deuxième trimestre 2006. Pour faciliter la comparaison, toutes les valeurs simulées sont remises en glissement annuel du crédit nominal (en tenant compte de la valeur observée de l'inflation et de la croissance du PIB).

C'est en Hongrie que le taux de croissance du crédit est le plus modéré, de l'ordre de 10 % l'an, pour les derniers chiffres disponibles. Cette évolution est inférieure aux valeurs estimées. En Slovaquie et en Serbie, les taux de croissance du crédit, autour de 20 % l'an, apparaissent aussi faibles au vu des résultats des modèles. Il est vrai que pour ces deux pays, comme pour la Hongrie, le taux de croissance du crédit a nettement décéléré par rapport à l'année précédente.

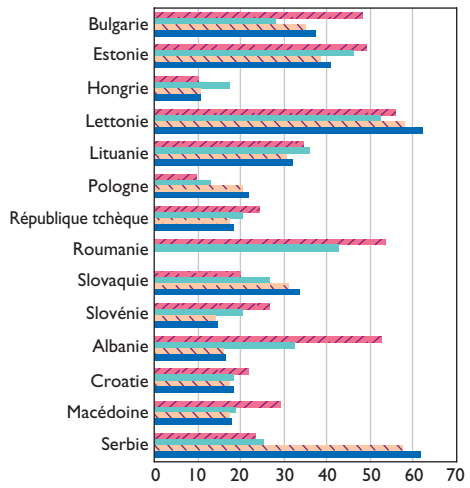
Dans tous les autres PECO, c'est-à-dire onze sur quatorze, la croissance du crédit excède les résultats estimés par au moins l'un des modèles. Cependant, il convient de distinguer deux cas :

• les pays où les valeurs observées sont proches des estimations, ce qui témoigne d'une évolution du crédit en ligne avec les fondamentaux économiques ;

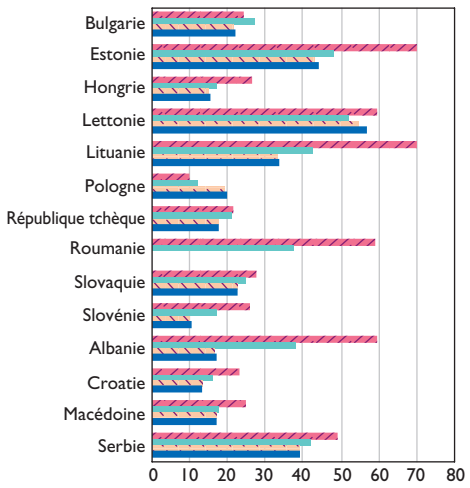
Graphiques 7 et 8 Évolution nominale du crédit, observée et estimée par les deux modèles : à correction d'erreur (ECM) et à variables instrumentales (VI)

(en glissement annuel, en %)

Au deuxième trimestre 2007 (a)



Au deuxième trimestre 2006 (b)



Valeur observée — Modèle ECM — Modèle VI en crédit sur PIB — Modèle VI en évolution réelle du crédit

(a) Roumanie : 1er trimestre 2007 ; Serbie : 4ème trimestre 2006 pour le modèle VI

(b) Macédoine : 1er trimestre 2006 pour le modèle VI

• les pays pour lesquels le dépassement est important, ce qui suggère un boom de crédit.

Un premier groupe de pays a une croissance du crédit proche des valeurs estimées : la Lettonie, la Lituanie, la Pologne, la République tchèque, la Slovénie et la Croatie.

En Lettonie par exemple, la croissance du crédit de 56 % l'an au deuxième trimestre 2007 pourrait sembler aberrante, mais ce chiffre est en fait assez proche des valeurs estimées au vu des fondamentaux économiques. La croissance réelle du PIB de 15 % l'an environ et les taux d'intérêt réels très bas expliquent la croissance du crédit élevée dans ce pays. Une autre question est de savoir si une telle croissance du PIB est soutenable. La réponse est peut-être négative. Dans ce cas, l'ensemble de l'économie serait en situation de surchauffe et le marché du crédit aussi. Il faut signaler à cet égard que notre méthode nous permet de déterminer si la croissance des crédits est ou non en ligne avec les fondamentaux, et non d'évaluer la soutenabilité des variables fondamentales elles-mêmes. Dans ce cas, les approches retenues dans Duenwald *et al*. (2005) et Diev et Pouvelle (2008) sont complémentaires, car elles consistent à déterminer l'effet de la croissance des crédits sur le déficit du compte courant, qui est un des principaux facteurs de vulnérabilité des pays émergents d'Europe. Cependant, si la question de la soutenabilité des fondamentaux n'est pas résolue, notre méthode a au moins l'avantage d'identifier des conditions suffisantes d'un boom du crédit.

Un deuxième groupe de pays présente des dépassements importants, pouvant faire penser à un « excès de crédit ». Pour la Bulgarie et l'Albanie, les écarts entre taux de croissance du crédit observés et estimés sont supérieurs à 15 points de pourcentage, atteignant même 37 points dans le modèle VI pour l'Albanie. En Roumanie et en Macédoine, on observe aussi des dépassements notables des valeurs observées par rapport aux valeurs estimées (de 8 à 10 points). En Estonie, les modèles VI donnent un dépassement de 13 points.

Cependant, la croissance du crédit s'est généralement ralentie depuis son pic de 2006 (dans neuf pays sur quatorze, cf. graphique 8). La situation d'« excès » de crédit était ainsi plus marquée en 2006 (T2), dans plusieurs pays, notamment en Estonie, Hongrie, Lituanie, Roumanie, Slovénie et Serbie. Pour ces pays, les écarts entre taux observés et taux estimés s'échelonnent à cette date entre 10 et 37 points de pourcentage, avant de se réduire par la suite. À l'inverse, la situation d'excès de crédit s'est nettement amplifiée en Bulgarie depuis le début 2006. Cependant, l'évolution des résultats du modèle entre 2006 et 2007, très marquée pour la Bulgarie et la Serbie, tient davantage à l'évolution observée des crédits qu'à la volatilité de nos estimations [4].

Une critique qui pourrait être adressée à cette méthode est d'assimiler les résidus positifs des estimations à des « excès de crédit », alors qu'ils peuvent provenir d'une mauvaise adéquation des modèles. Une façon d'y répondre est au moins de vérifier que les périodes que nous identifions comme celles des « excès de crédit » ont des résidus particulièrement élevés par rapport au reste de l'échantillon. Nous regardons si les écarts entre les valeurs observées et estimées par le modèle, sur la période récente et pour certains PECO, sont particulièrement grands ou s'ils tombent dans la fourchette habituelle des résidus du modèle. Pour cela, nous comparons les derniers résidus des modèles pour les PECO aux résidus sur l'ensemble de l'échantillon. Nous considérons qu'ils sont « anormaux » s'ils sont supérieurs à 95 % des résidus de l'ensemble de l'échantillon [5] (cf. graphiques 9 et 10).

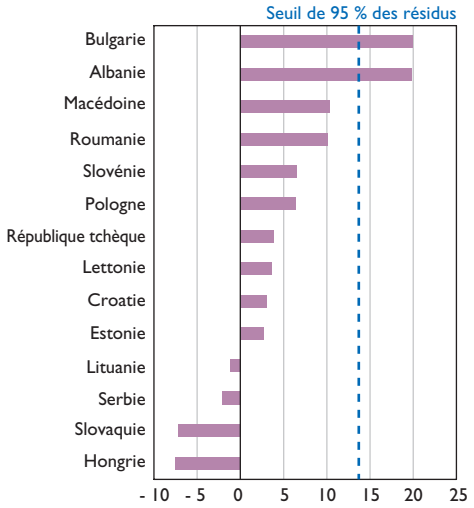
Seule l'Albanie dépasse cette valeur au deuxième trimestre 2007 dans les deux modèles. La Bulgarie la dépasse dans le modèle ECM. Ce dépassement indique un écart anormalement grand, un niveau anormal, signe d'un excès du crédit. L'écart constaté au deuxième trimestre 2006 dans les deux modèles était aussi anormal en Estonie et en Lituanie.

4 *En Serbie, le passage d'une situation d'excès de crédit au deuxième trimestre 2006 à une situation de croissance nettement trop faible au quatrième trimestre 2006 semble ainsi résulter du durcissement des règles macro-prudentielles sur les crédits à la consommation, décidé par la Banque nationale de Serbie fin 2006-début 2007, qui aurait ralenti au moins temporairement la croissance des crédits. À l'inverse, l'augmentation de l'excès de crédit en Bulgarie paraît provenir, d'une part, du boom de l'investissement privé, caractérisé par une augmentation de 10 points en cinq ans du ratio investissement privé sur PIB, d'autre part, de la levée par la Banque nationale de Bulgarie des limites administratives sur la croissance des crédits bancaires fin 2006-début 2007.*

5 *95 % des résidus ont une valeur inférieure à 14,1 points de pourcentage pour le modèle ECM, à 21,4 points pour le modèle VI en crédit sur PIB et à 22,2 points pour le modèle VI en évolution réelle du crédit.*

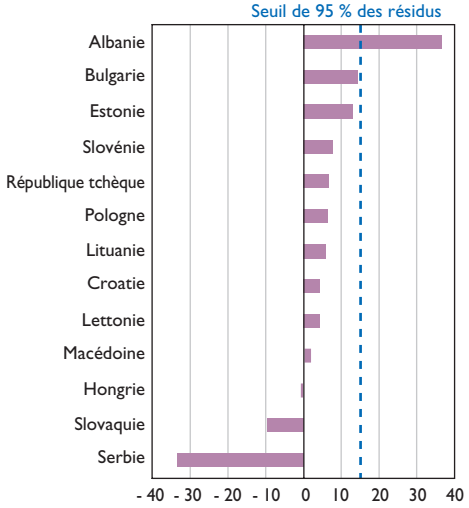
Graphiques 9 et 10 Écarts entre les taux de croissance du crédit observés et estimés

...dans le modèle ECM, au deuxième trimestre 2007 (a)



(a) Au premier trimestre 2007 pour la Roumanie

... dans le modèle VI, au deuxième trimestre 2007 (b)



(b) Au premier trimestre 2006 pour la Macédoine et au quatrième trimestre 2006 pour la serbie

Cette étude met en œuvre un ensemble de méthodes afin de détecter une éventuelle croissance excessive du crédit dans les pays émergents d'Europe centrale et orientale. Nous utilisons des approches complémentaires, fondées à la fois sur des mesures en niveau et en évolution, des calculs d'écarts à la tendance de long terme et des régressions économétriques sur les fondamentaux.

Une première analyse statistique montre que les ratios de crédit sur PIB ou les taux de croissance des crédits réels ont largement dépassé leur tendance de long terme sur la période récente dans de nombreux PECO. Ainsi, cet indicateur identifie une croissance excessive du crédit dans les pays baltes, en Hongrie, Bulgarie, Roumanie, Slovénie, République tchèque et Albanie. Ces indicateurs purement statistiques sont utiles pour replacer l'évolution actuelle du crédit par rapport à sa tendance historique, mais ils ont aussi l'inconvénient de ne pas prendre en compte les évolutions économiques.

C'est pourquoi nous menons une deuxième analyse, de type économétrique, permettant d'évaluer la croissance du crédit en fonction des variables économiques fondamentales, comme la croissance du PIB, les taux d'intérêt réels et les effets de rattrapage dus à la transition économique encore récente. Ainsi, un taux de croissance nominal du crédit de 50 % l'an en Lettonie, qui est considéré comme excessif par rapport à la tendance de long terme, ne l'est plus si l'on prend en compte le dynamisme de cette économie dont le PIB réel croît de 15 % l'an. En revanche, les évolutions récentes du crédit dépassent largement les estimations des modèles, dans certains pays comme l'Albanie, la Bulgarie, l'Estonie et la Roumanie. C'était également le cas en Lituanie, en Serbie et en Slovénie un an plus tôt.

La question sous-jacente à cette évaluation des « excès » de crédit est celle de la solvabilité des emprunteurs. À mesure que le volume distribué du crédit augmente, la solvabilité des emprunteurs risque de se dégrader, car soit les mêmes emprunteurs se trouvent davantage endettés, soit de nouveaux emprunteurs, peut-être moins solvables, ont recours au crédit. Ici, nous traitons cette question indirectement en utilisant des fondamentaux macro-économiques comme variables explicatives. L'hypothèse implicite est que la solvabilité globale des emprunteurs s'améliore lorsque le PIB augmente. Une voie d'amélioration de ces travaux serait d'analyser plus finement la composition des crédits et de les comparer à des indicateurs de solvabilité des groupes d'emprunteurs concernés.

Bibliographie

Adalid (R.) et Detken (C.) (2007)
"Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles", BCE *Working Paper* Series n° 732, février

Allen (F.) et Gale (D.) (2000),
"*Bubbles and crises*", *Économic Journal*, vol. n° 110, p. 236-55

Banque européenne pour la Reconstruction et le Développement (2006)
"*Transition report 2006: finance in transition*"

Bekaert (G.), Harvey (C. R.) et Lundblad (C.) (2005)
"*Does financial liberalisation spur growth?*", *Journal of Financial Economics*

Boissay (F.), Calvo-Gonzales (O.) et Kozluk (T.) (2005)
"*Is lending in central and Eastern Europe developing too fast?*", Banque centrale européenne, *Mimeo*

Bordo (M.) et Jeanne (O.) (2002)
"*Boom-busts in asset prices, economic instability and monetary policy*", NBER *Working Paper,* n° 8966

Borio (C.) et Lowe (P.) (2002)
"*Asset prices, financial and monetary stability: exploring the Nexus*", BRI *Working Paper,* n° 114

Campos (N. F.) et Coricelli (F.) (2000)
"*Growth in transition: what we know, what we don't, and what we should*", *background paper for* the World Bank's Global Development Network, avril

Coricelli (F.), Mucci (F.) et Revoltella (D.) (2006)
"*Household credit in new Europe: lending boom or sustainable growth?*", CEPR *Discussion paper,* n° 5520

Cottarelli (C.), Dell'Ariccia (G.) et Vladkova-Hollar (I.) (2005)
"*Early birds, late risers and sleeping beauties: bank credit growth to the private sector in Central and Eastern Europe and in the Balkans*", *Journal of Banking and Finance*, n° 29

Diev (P.) et Pouvelle (C.) (2008)
« Stabilité financière dans les nouveaux États members et les pays candidats à l'UE », *Débats économiques,* n° 4, Banque de France, janvier

Djankov (S.), McLiesh (C.) et Schleifer (A.) (2005)
"*Private credit in 129 countries*", NBER *Working Paper*, n° 11078, janvier

Duenwald (C.), Gueorguiev (N.) et Schaechter (A.) (2005)
"*Too much of a good thing? Credit booms in transition economies: the cases of Bulgaria, Romania and Ukraine*", FMI *Working Paper,* n° 05/128, juin

Egert (B.), Backé (P.) et Zumer (T.) (2006)
"*Credit growth in central and eastern Europe: new (over)shooting stars?*", BCE *Working Paper* Series, n° 687, octobre

Egert (B.) et Morales-Zumaquera (A.) (2005)
"*Exchange rate regimes, foreign exchange volatility and export performance in Central and Eastern Europe*", BOFIT *Discussion Paper,* n° 8, juillet

Fonds monétaire international (2004)
"*Are credit booms in emerging markets a concern?*", *World Economic Outlook*, avril

Fonds monétaire international (2006)
"De facto *classification of exchange rate regimes and monetary policy framework*", juillet

Gourinchas (P. O.), Valdés (R.) et Landerretche (O.) (2001)
"*Lending booms: Latin America and the world*", NBER *Working Paper*, n° 8249

Kaminsky (G .L.) et Reinhart (C. M.) (1999)
"*The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems*", *The American Economic Review*, vol. 89, n° 3, juin

Kiss (G.), Nagy (M.) et Vonnak (B.) (2006),
"*Credit growth in Central and Eastern Europe: convergence or Boom?*", Magyar Nemzeti Bank *Working Paper* 2006/10

La Porta (R.), Lopez-de-Silanes (F.), Shleifer (A.) et Vishny (R. W.) (1998)
"*Law and finance*", *Journal of Political Economy*, vol. 106, n° 6, p. 1113-1159, décembre

Levine (R.) (2005)
"*Finance and growth: theory and evidence*", *Handbook of Economic Growth*, vol. 1A, sous la direction de Ph. Aghion et S. N. Durlauf

Levy-Yeyati (E.) et Sturzenegger (F.) (2005)
"*Classifying exchange rate regimes: deeds vs. words*", *European Economic Review*, vol. 49, p. 1603-1635

Sa (S.) (2006)
« Flux de capitaux et dynamisme du credit dans les pays émergents », Banque de France, *Revue de la Stabilité financière*, n° 9, décembre

Tornell (A.) et Westermann (F.) (2002)
"*Boom-bust cycles in middle income countries: facts and explanation*", FMI *Staff Papers*, vol. 49, *Special issue*

Annexe 1

Description des indicateurs de booms du crédit

1| L'indicateur retenu en niveau ou en évolution

Pour identifier les périodes d'excès de crédit, nous utilisons un échantillon couvrant un ensemble de pays, notés $i = 1,.., n$, sur une période $t = 1,.., T$. Un premier indicateur pertinent est le ratio de crédit sur PIB, en pourcentage, noté C^1_{it} :

$$C^1_{it} = 100\, C_{it} / Y_{it} \tag{1}$$

où C_{it} désigne l'encours de crédit du pays i à la date t, et Y_{it} son PIB. C'est l'indicateur utilisé par Gourinchas, Valdès et Landerretche (2001).

Un deuxième indicateur possible est le taux de croissance réel du crédit :

$$c_{it} = 100\left[\frac{C_{it} / C_{it-1}}{1 + \pi_{it}} - 1\right] \tag{2}$$

où π_{it} désigne l'inflation du pays i en t. Tornell et Westermann (2002), le FMI (2004) et Sa (2007) retiennent cet indicateur.

2| Le calcul de l'écart à la tendance

La tendance de long terme, notée C^{pj}_{it}, est généralement estimée par un filtre Hodrick-Prescott. L'écart à la tendance est égal à la différence entre l'indicateur et sa tendance [1]. Ici, nous fixons le paramètre $\lambda = 1\,600$, ce qui est habituel pour les séries trimestrielles.

$$e^k_{it} = C^k_{it} - C^{pk}_{it} \tag{3}$$

Il est donc exprimé en pourcentage, correspondant à des points de PIB, pour et des points de taux de croissance réelle pour C^2_{it}.

Par définition, on considère qu'un excès de crédit est identifié lorsque, à la période t dans le pays i, l'écart e^k_{it} excède un certain seuil S^k_i :

$$e^k_{it} > S^k_i \tag{4}$$

Les seuils S^k_i sont fixés pour chacun des pays ou sont les mêmes sur tout l'échantillon, selon les méthodes. Si l'on définit une variable indicatrice du boom de crédit, notée I^k_i, égale à 1 lorsque le pays connaît un boom de crédit, à 0 sinon, on a :

$$\begin{aligned} I^k_i &= 1, \text{ si } e^k_{it} > S^k_i \\ &= 0 \text{ sinon.} \end{aligned} \tag{5}$$

1 *Pour le ratio de crédit sur PIB, l'écart peut aussi être défini en termes relatifs :* $\tilde{e}^k_{it-1} = (C^k_{it} - C^{pk}_{it}) / C^{pk}_{it}$. *Nous n'envisageons pas ici ce cas pour simplifier les notations. Cependant, tous les calculs ultérieurs ont été faits en considérant aussi cet écart relatif. Les résultats, très similaires, ne sont pas rapportés.*

3| Les deux méthodes pour définir les seuils

En faisant varier le seuil S^k_i, la définition des excès de crédit est plus ou moins restrictive : plus le seuil est élevé, plus les cas d'excès sont rares. Les seuils peuvent être définis de deux manières.

La première méthode consiste à les définir comme un multiple de l'écart-type des écarts à la tendance :

$$S^k = a\,\sigma^k_i \qquad (6)$$

$$\text{avec } \sigma^k_i = \sqrt{Var(e^k_{it})}$$

où σ^k_i désigne l'écart-type des écarts à la tendance pour le pays i, a étant un coefficient choisi arbitrairement. Le FMI (2004) utilise cette approche, en fixant le coefficient a à 1,75, ce seuil correspondant à une probabilité de 5% que les écarts dépassent le seuil, s'ils suivent une loi normale. Un boom du crédit est, de cette façon, défini comme une croissance du crédit qui dépasse sa tendance de long terme de 1,75 fois l'écart-type observé sur cet écart. Nous retenons aussi ce chiffre.

La deuxième méthode consiste à calibrer les seuils pour obtenir un pourcentage p donné de périodes de booms dans l'échantillon :

$$S^k \text{ tel que } \frac{100}{NT}\sum_{i=1}^{N}\sum_{t=1}^{T} I^k_{it} = p \qquad (7)$$

Dans ce cas, le seuil est défini de manière unique pour tous les pays. C'est la méthode retenue par Gourinchas, Valdès et Landerretche (2001), qui utilisent un échantillon composé de 91 pays, sur la période 1960-1996, et fixent différents seuils pour obtenir un nombre donné de booms.

Une autre technique, plus expéditive, consiste à choisir des seuils arbitraires pour la croissance des crédits dans tous les pays, comme dans Tornell et Westerman (2002). Ces auteurs retiennent trois définitions différentes d'un boom : période de croissance cumulative du crédit réel sur les deux années précédentes de plus de 20 %, 30 % et 40 %, sur un échantillon de 39 pays, sur la période 1980-1999.

Annexe 2

Description des données

L'échantillon comprend 52 pays :

• 21 pays développés (Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Danemark, Espagne, États-Unis, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Japon, Norvège, Nouvelle Zélande, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Suède et Suisse) ;

• 17 pays émergents hors Europe (Argentine, Brésil, Chili, Chine, Corée du Sud, Hong Kong, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique, Pérou, Philippines, Singapour, Thaïlande, Turquie, Uruguay et Venezuela) ;

• 14 pays émergents d'Europe centrale et orientale (Albanie, Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Macédoine, Pologne, République tchèque, Roumanie, Serbie, Slovaquie, Slovénie).

La période va du premier trimestre 1980 au deuxième trimestre 2007 pour les pays développés, pour la plupart des pays émergents d'Asie (Corée du Sud, Inde, Indonésie, Malaisie, Singapour, Thaïlande) et d'Amérique latine (Chili, Mexique, Uruguay et Venezuela), ainsi que pour la Turquie. Elle commence au 1er trimestre 1990 pour l'Argentine et le Pérou. Enfin, elle va du 1er trimestre 1993 au 2ème trimestre 2007 pour les pays émergents restants (Chine, Hong Kong, Philippines, pour l'Asie, Brésil pour l'Amérique latine) et les pays en transition.

Le stock de crédit des banques domestiques au secteur privé résident est tiré des Statistiques financières internationales du FMI (SFI, ligne 22d). En cas de rupture dans les séries de crédit (brusques variations liées à un changement de méthodologie, pour l'Autriche, la Belgique, la Finlande, la France, l'Allemagne, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, les Pays-Bas, le Portugal et l'Espagne), nous avons procédé à une rétropolation, en appliquant le taux de croissance du crédit constaté avant la période de la rupture de série à partir du niveau constaté après la période de la rupture. Pour la Pologne, la série tirée des SFI s'arrêtant au 4ème trimestre 2005, nous l'avons complétée par des données provenant de la Banque nationale de Pologne postérieures à cette date.

Le PIB est issu du *World Economic Outlook* du FMI, ainsi que la série de PIB par tête en parité de pouvoir d'achat. Les séries du FMI étant annuelles, nous les avons trimestrialisées.

L'indice des prix à la consommation est également tiré des SFI du FMI (série 64). Notre variable de crédit réel est obtenue en divisant le stock de crédits domestiques par cet indice. Pour calculer son évolution, nous utilisons un glissement annuel, de façon à éliminer la saisonnalité.

La série de taux d'intérêt est tirée des SFI du FMI. Le taux d'intérêt correspond au taux sur les prêts bancaires au secteur privé à court et moyen terme (ligne 60p). La série pour la Serbie étant discontinue avant le 4ème trimestre 2001, la période d'observation pour ce pays commence à cette date.

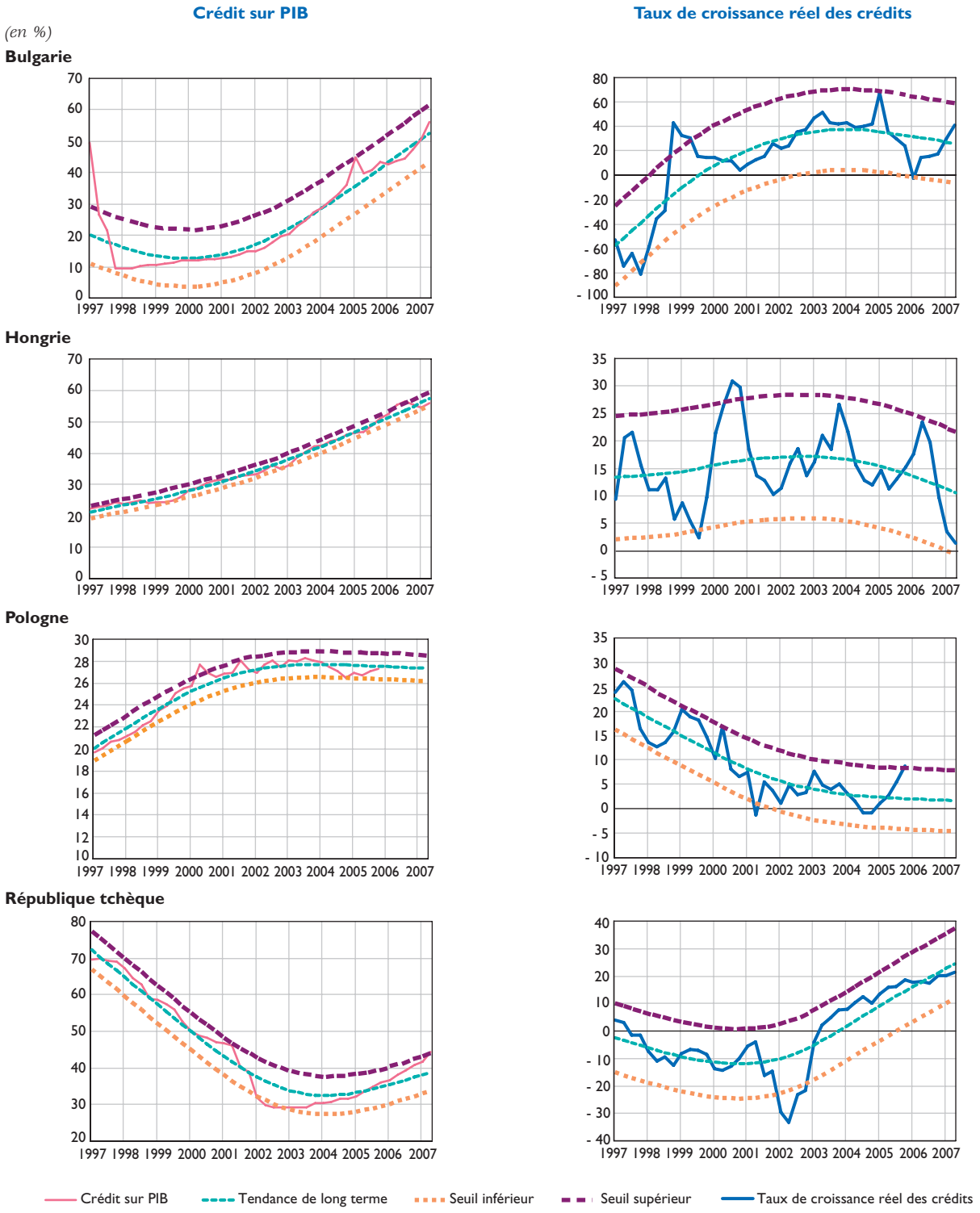
La série du solde du compte financier étant pour la Chine uniquement annuelle, nous avons trimestrialisé cette série en divisant les données par 4. Pour la Slovaquie, la série est issue de l'institut statistique national slovaque.

Les séries sur la capitalisation boursière sont tirées de Datastream et complétées par les données des bourses nationales pour la Bulgarie, la Croatie, la Macédoine, la Slovaquie et la Slovénie et d'OMX pour les pays baltes. Pour la Bulgarie et la Slovaquie, les données de capitalisation boursière étant annuelles, nous avons procédé à une interpolation linéaire de fréquences annuelles vers des fréquences trimestrielles, en appliquant une moyenne mobile sur les quatre derniers trimestres.

Les variables indicatrices des régimes de change ont été élaborées à partir des classifications du FMI, de Levy-Yeyati et Sturzenegger (2002) et de Egert et Morales-Zumaquero (2005) pour les PECO. La variable indicatrice de l'origine du système juridique est issue de la base de données élaborée par La Porta *et al*. (1998) et étendue aux pays en transition par Djankov *et al*. (2005).

Annexe 3

Crédit sur PIB et taux de croissance réel des crédits pour les PECO
Valeur observée, tendance de long terme et intervalle de 1,75 écart-type autour de la tendance



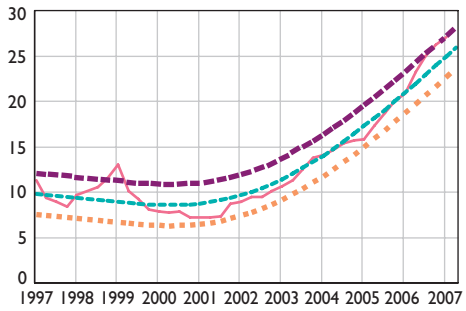
.../...

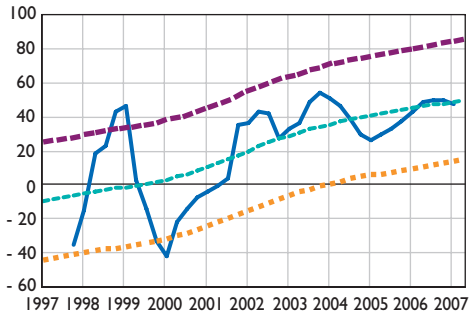
Suite...

Crédit sur PIB | **Taux de croissance réel des crédits**

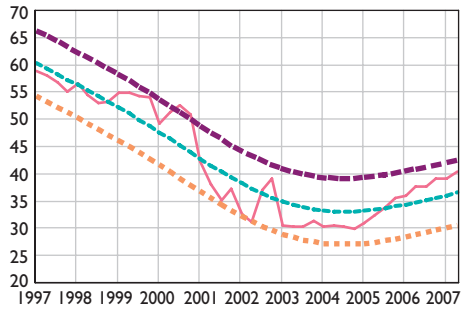
(en %)

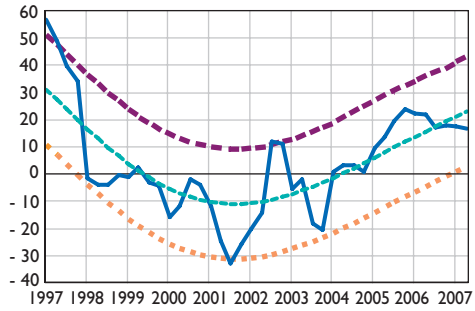
Roumanie



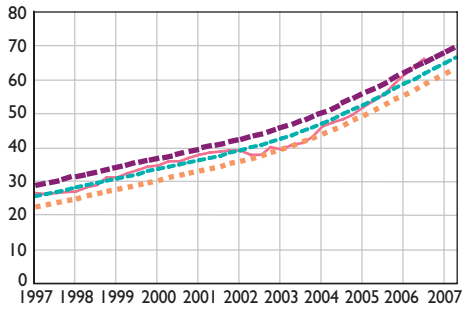


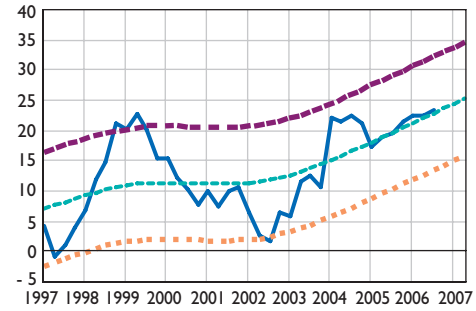
Slovaquie



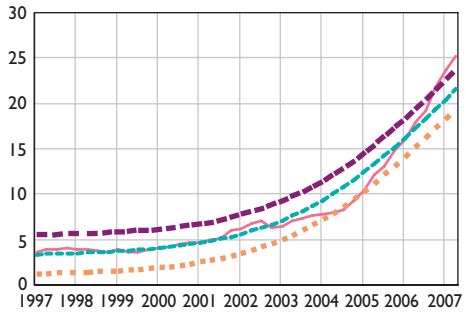


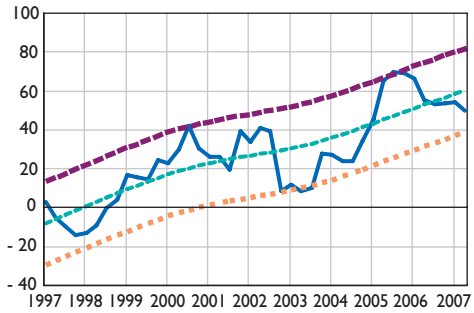
Slovénie





Albanie



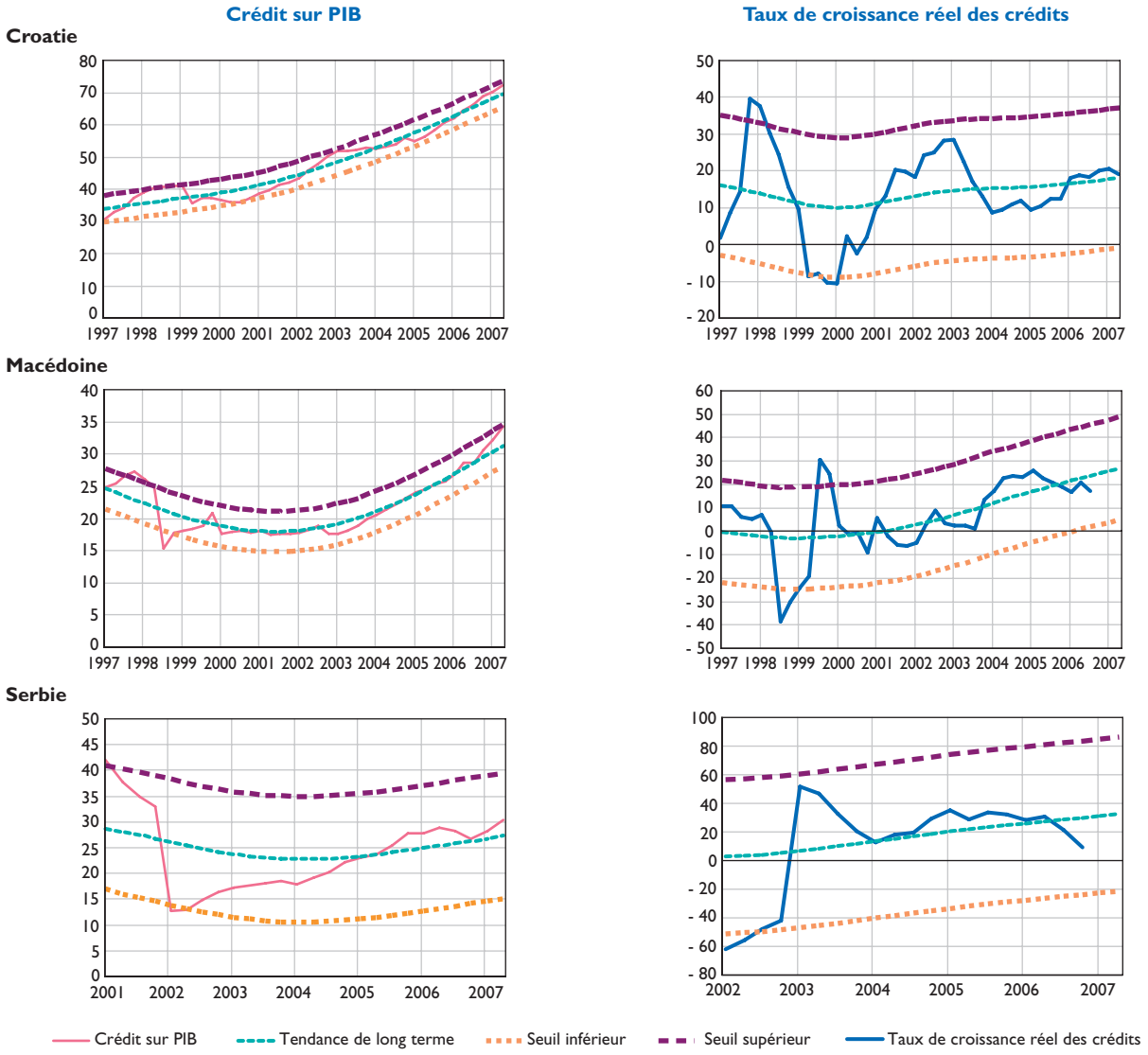


Crédit sur PIB — Tendance de long terme — Seuil inférieur — Seuil supérieur — Taux de croissance réel des crédits

.../...

Fin

(en %)



Source : calcul des auteurs, FMI (SFI)

Annexe 4

Description des modèles économétriques

1| L'estimation des ratios de crédit sur PIB

La variable à expliquer est le ratio de crédit sur PIB, C^l_{it}. Le modèle est de la forme :

$$log(c^l_{it}) = \alpha^0_i + \sum_{l=1}^{L} \alpha^l X^l_{it} + \varepsilon_{it} \qquad (8)$$

où α^0_1 désigne une constante qui dépend éventuellement du pays i, les α^l $l=1,\ldots L$, désignent les L coefficients, communs à tous les pays, les X^l_{it}, les variables économiques fondamentales, les ε^l_{it}, les résidus de l'équation.

Les variables explicatives

La variable à expliquer est le ratio de crédit sur PIB. Le modèle résulte d'une équation d'offre et d'une équation de demande de crédit. Les variables explicatives sont celles le plus fréquemment utilisées dans la littérature économique. Nos variables d'offre sont les suivantes :

• les entrées nettes de capitaux, données par le solde du compte financier de la balance des paiements, rapportées au PIB, n_{it}, qui devraient stimuler l'offre de crédit ; une relation positive est donc attendue ;

• une variable indicatrice de l'origine du système juridique, DO_i, tirée de La Porta *et al.* (1998), étendue aux pays en transition par Djankov *et al.* (2005). La Porta *et al.* ont montré empiriquement que les systèmes juridiques d'origine anglo-saxonne, fondés sur le droit jurisprudentiel, favorisent le développement financier, suivis des systèmes d'origines allemande et scandinave, car ils protègent davantage le droit des créanciers. À l'inverse, d'après les auteurs, les systèmes d'origine française seraient associés à des institutions financières « plus faibles ». Nous fixons la valeur de cette variable à *2* pour les pays avec un système juridique d'origine anglo-saxonne, à *1* pour ceux d'origine allemande ou scandinave et à *0* pour l'origine française. Ainsi, nous attendons un signe positif sur cette variable.

Nos variables de demande sont les suivantes :

• le PIB par tête en parité de pouvoir d'achat, noté $\tilde{y}_{it}$, qui représente le niveau de développement du pays, pris en logarithme. Un coefficient positif est attendu pour cette variable, puisque le niveau du crédit dans une économie dépend de la bancarisation, elle-même liée au niveau de développement ;

• le taux d'intérêt réel, r_{it}, pour lequel on attend un signe négatif si l'on fait l'hypothèse que l'on est dans un régime de demande ;

• le ratio de capitalisation boursière (actions) sur PIB, cap_{it}, qui représente le développement financier et l'existence de sources de financement alternatives. Le signe est *a priori* ambigu car crédit bancaire et financement de marché peuvent apparaître comme des substituts ou des compléments [1] ;

• une variable indicatrice du régime de change, DR_{it}. Le crédit domestique au secteur privé résident incluant les crédits en devises, on attend une relation positive entre change fixe et croissance des crédits. En effet, dans les pays émergents, l'anticipation de la stabilité du change nominal peut inciter les résidents à s'endetter en devises pour bénéficier de taux d'intérêt étrangers qui sont souvent plus bas. Dans ce cas, crédits en monnaie nationale et crédits en devises ne sont pas des substituts : les taux d'intérêt plus bas sur les crédits en devises entraînent une augmentation globale des crédits. Nous utilisons la classification *de facto* de Levy-Yeyati et Sturznegger (2005). La variable est croissante avec la fixité du change, égale à *0* pour les pays en change flottant, à *1* pour les pays avec un régime de change intermédiaire et à *2* pour les pays en change fixe. Cette variable devrait donc avoir un coefficient positif.

Nous ajoutons une variable indicatrice des pays en transition, $TRANSI_i$, afin d'observer une éventuelle spécificité de ces pays par rapport au reste de l'échantillon. Cette spécificité peut résulter soit des conditions de la demande (boom de la demande intérieure), soit des conditions de l'offre. En particulier, dans ces pays, la forte présence des banques étrangères, notamment de l'UE, marquée par une part dans le total des actifs bancaires dépassant fréquemment 80 %, peut être un facteur de croissance rapide des crédits en raison de la stratégie de conquête de parts de marché de ces banques. Un signe positif est donc attendu.

Le modèle à estimer est de la forme suivante :

$$log(c^l_{it}) = \alpha^0_i + \alpha^1 log(\tilde{y}_{it}) + \alpha^2 r_{it} + \alpha^3 n_{it} + \alpha^4 cap_{it} + \alpha^5 DR_{it} + \alpha^6 DO_i + \alpha^7 TRANSI_i \qquad (9)$$

L'échantillon

L'échantillon est le même que celui utilisé dans la section précédente : cinquante-deux pays, sur la période comprise entre le premier trimestre 1980 et le deuxième trimestre 2007 pour les pays développés, et sur la période allant du premier trimestre 1993 au deuxième trimestre 2007 pour les pays émergents et en transition. Les variables explicatives et leurs sources sont décrites plus en détail en annexe 1.

L'estimation sur un grand échantillon de pays permet de resituer les pays en transition par rapport au reste du monde. Un échantillon limité aux PECO n'autoriserait qu'une comparaison au sein de cette zone et serait moins apte à détecter une éventuelle « bulle » de crédit si elle est générale à toute la zone. Le grand échantillon de pays permet aussi de pallier la brièveté des séries temporelles des pays en transition et de disposer d'un grand nombre d'observations. Enfin, le calcul d'une norme mondiale se justifie dans la mesure où l'on peut considérer que tous les pays partagent la même relation d'équilibre de long terme.

1 *Selon la méthode d'estimation retenue, le signe peut être différent : un pays plus développé financièrement va tendre à afficher un stock de crédits et une capitalisation boursière rapportés au PIB supérieurs. Cependant, si l'on contrôle le niveau de développement financier, un pays qui fait le choix d'un modèle de financement fondé sur les marchés devrait afficher un ratio de crédit sur PIB inférieur à celui d'un pays ayant choisi un modèle d'intermédiation financière.*

Tableau 1 Estimation du ratio crédit sur PIB en fonction des variables fondamentales

Variables explicatives Nombre d'observations = 2673	Estimation MCO	Estimation finale MCO	Effets fixes	Effets aléatoires
Constante	0,078 (0,6)	–	–	- 1,280 *** (- 6,8)
Log PIB PPA par tête	0,385 *** (25,8)	0,393 *** (166,4)	0,536 *** (36,8)	0,536 *** (37,0)
Taux d'intérêt réel	- 0,003 *** (- 2,3)	- 0,003 *** (- 2,2)	0,004 *** (7,0)	0,004 *** (7,0)
Entrées nettes de capitaux	0,003 * (2,4)	0,003 *** (2,5)	0,005 *** (7,2)	0,005 *** (7,1)
Capitalisation boursière sur PIB	0,002 *** (9,6)	0,002 *** (9,9)	–	–
Variable indicatrice du régime de change	0,101 *** (10,0)	0,101 *** (10,0)	- 0,021 *** (- 2,4)	- 0,020 *** (- 2,3)
Variable indicatrice de l'origine du système juridique	0,256 *** (21,2)	0,256 *** (21,2)	–	0,354 *** (3,4)
Variable indicatrice de pays en transition	- 0,567 *** (- 20,3)	- 0,567 *** (- 20,3)	–	- 0,710 *** (- 3,8)
R^2 ajusté	0,50	0,50	0,90	0,89
Écart-type de la régression	0,46	0,46	0,24	0,24

**** Significatif au seuil de 1 %, * significatif au seuil de 10 % ; entre parenthèses : le t de Student*

Les régressions linéaires sur données de panel

Nous estimons l'équation (9) sur l'ensemble de l'échantillon par une régression linéaire MCO, avec effets fixes et effets aléatoires. Les résultats sont présentés dans le tableau 1.

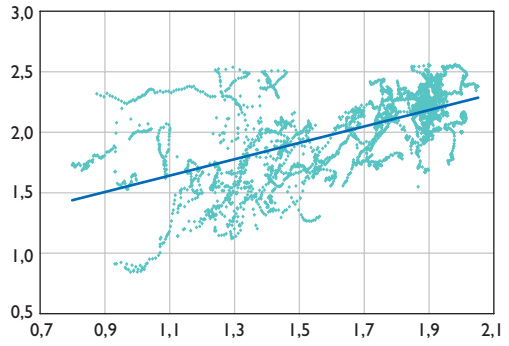
Six variables ressortent avec des coefficients significatifs dans les trois estimations : le PIB mesuré en parité de pouvoir d'achat par tête, le taux d'intérêt réel, les entrées nettes de capitaux, le régime de change, l'origine du système juridique et la variable indicatrice de pays en transition. Leurs coefficients ont tous le signe attendu, à l'exception du taux d'intérêt réel, qui ressort avec un signe positif dans les modèles à effets fixes et à effets aléatoires, et de la variable de régime de change, qui ressort avec un signe négatif dans les modèles à effets fixes et à effets aléatoires. La variable indicatrice de pays en transition a un coefficient négatif dans les deux modèles dans lesquels elle figure. Les PECO auraient donc des ratios de crédit de PIB systématiquement plus bas que les autres pays, compte tenu de leurs fondamentaux.

Si l'on teste la relation de long terme entre les variables (cf. annexe 5), la cointégration indique bien une relation positive entre le crédit sur PIB et le PIB PPA par tête (première colonne du tableau 2, notée modèle *M1*). En revanche, la relation de cointégration entre les séries de crédit sur PIB et de capitalisation boursière sur PIB apparaît très instable d'un pays à l'autre. Nous préférons donc ne pas la retenir.

Le graphique 1 illustre la relation positive entre crédit sur PIB et PIB PPA par tête [2].

Graphique 1 PIB en parité de pouvoir d'achat par tête et crédit sur PIB (en logarithme)

(Log crédit sur PIB relatif, USA = 1 en ordonnée ; Log PIB PPA par tête relatif, USA = 1 en abscisse)



2 *Estimée sans effets fixes. Ici, les deux variables ont été normalisées par leur valeur aux États-Unis*

Le problème de l'endogénéité

Un autre problème lié aux estimations précédentes est celui de l'endogénéité éventuelle des variables explicatives. Nous voulons tester l'effet des fondamentaux économiques sur le ratio crédit sur PIB, mais la relation trouvée peut rendre compte d'une causalité inverse. En effet, les fondamentaux économiques eux-mêmes, tels que le niveau de vie du pays, peuvent être déterminés au moins partiellement par le niveau du crédit (cf. Levine, 2005, pour la relation entre développement financier et croissance).

La plupart des études empiriques résolvent ce problème en faisant l'hypothèse que les crédits sont déterminés par les fondamentaux et non l'inverse. Ce parti pris peut biaiser l'analyse. Ici, nous testons l'hypothèse d'endogénéité en ré-estimant la relation précédente avec des variables instrumentales. Les tests montrent que le modèle à variables instrumentales doit être préféré (cf. colonne 2 du tableau 2) [3]. Après avoir éliminé les variables non significatives, nous obtenons un modèle final, noté *M2* (cf. colonne 3 du tableau 2).

Deux variables ressortent avec un coefficient significatif : le PIB PPA par tête et l'origine juridique. La variable indicatrice de pays en transition n'est pas significative. Ces pays n'auraient donc pas un ratio de crédit sur PIB systématiquement trop haut ou trop bas sur l'ensemble de la période par rapport à leur niveau de développement.

Tableau 2 Estimations du ratio de crédit sur PIB

Variables explicatives	Cointégration Modèle *M1*	Variables instrumentales	Variables instrumentales Modèle *M2*
Constante	- 0,164 (a)	0,526 (1,4)	–
Log PPA	0,44 *** (48,9)	0,721 *** (6,5)	0,366 *** (73,3)
Taux d'intérêt réel	–	0,003 (0,5)	
Entrées nettes de capitaux	–	- 0,013 (- 0,5)	–
Capitalisation boursière sur PIB	–	- 0,001 (- 0,4)	–
Variable indicatrice du régime de change	–	- 0,239 (- 0,8)	–
Variable indicatrice de l'origine du système juridique	–	0,811 *** (2,1)	0,620 *** (12,9)
Variable indicatrice de pays en transition	–	- 0,264 (- 0,3)	–
R^2 ajusté	–	- 0,36	0,18
Écart-type de la régression	–	0,75	0,58

**** Significatif au seuil de 1 % ; entre parenthèses : le t de Student*
(a) La constante est estimée pour ajuster la moyenne de l'échantillon.

3 *Les tests de suridentification et d'Hausman sont reportés en annexe (cf. tableaux A6-1 et A6-2). Etant donné la forte probabilité d'une présence d'hétéroscédasticité, nous comparons nos estimations avec les résultats d'un modèle utilisant la méthode des moments généralisés (GMM) avec une matrice de covariance de White. Les estimations étant très proches, nous retenons les résultats du modèle à doubles moindres carrés (modèle* M2*).*

2| L'estimation du taux de croissance des crédits en fonction des fondamentaux

Estimation par un modèle à correction d'erreur

Dans le modèle à correction d'erreur, la variable expliquée est le taux de croissance (trimestriel) du ratio de crédit sur PIB, noté $\dot{C}^1_{it}$:

$$\dot{C}^1_{it} = \log(C^1_{it}) - \log(C^1_{it-1})$$

Les variables explicatives sont les suivantes :

• l'écart entre le niveau observé du ratio de crédit sur PIB et son niveau estimé par le vecteur de cointégration à la période précédente. Cette variable, appelée terme de correction d'erreur et notée ε^1_{it-1}, est égale au résidu retardé de l'estimation en niveau dans le modèle *M1* décrit à la section précédente. Le signe attendu est négatif. Plus le ratio de crédit sur PIB est bas par rapport au niveau estimé, $[\varepsilon^1_{it-1} < 0]$, plus son taux de croissance doit être élevé sur la période suivante pour que le rattrapage s'opère ;

• la variable expliquée retardée de 1 à 4 trimestres : $\dot{C}^1_{it-1},\ldots,\dot{C}^1_{it-4}$;

• le taux de croissance en glissement trimestriel du PIB PPA par tête, $\dot{\tilde{y}}_{it} = \log(\tilde{y}_{it}) - \log(\tilde{y}_{it-1})$, retardé de 1 à 4 périodes :

$$\dot{\tilde{y}}_{it-1},\ldots,\dot{\tilde{y}}_{it-4}$$

• la variable indicatrice des pays en transition, $TRANSI_i$.

L'équation estimée s'écrit :

$$\dot{C}^1_{it} = \beta^0 - \lambda\varepsilon^1_{it-1} + \sum_{j=1}^{4}\beta^1_j\dot{C}^1_{it-j} + \sum_{j=1}^{4}\beta^2_j\dot{\tilde{y}}_{it-j} + \beta^3 TRANSI_i + u_{it} \qquad (10)$$

Les résultats sont présentés dans le tableau 3. L'écart du niveau à sa valeur estimé est bien significativement négatif, ce qui confirme que les séries de crédit sur PIB et de PIB PPA par tête sont cointégrées. La variable indicatrice de pays en transition n'est pas significative, ce qui montre que ces pays n'ont donc pas une croissance de leurs crédits systématiquement plus rapide ou plus lente que les autres, sur l'ensemble de la période, étant donné leurs fondamentaux. Nous enlevons donc cette variable indicatrice.

Tableau 3 Estimation du taux de croissance du ratio de crédit sur PIB par un modèle à correction d'erreur

	Modèle initial	Modèle final
c	- 0,847 *** (- 5,7)	- 0,875 *** (- 6,0)
ε^1_{it-1}	- 0,008 *** (- 5,4)	- 0,007 *** (- 5,4)
$\dot{C}^1_{it-1}$	0,081 *** (5,3)	0,081 *** (5,3)
$\dot{C}^1_{it-2}$	0,202 *** (13,8)	0,201 *** (13,7)
$\dot{C}^1_{it-3}$	0,058 *** (4,0)	0,057 *** (4,0)
$\dot{C}^1_{it-4}$	0,037 *** (2,7)	0,036 *** (2,6)
$\dot{\tilde{y}}_{it-1}$	0,497 *** (2,4)	0,474 *** (2,3)
$\dot{\tilde{y}}_{it-2}$	- 0,611 * (- 1,7)	- 0,602 * (- 1,7)
$\dot{\tilde{y}}_{it-3}$	0,527 (1,5)	0,527 (1,5)
$\dot{\tilde{y}}_{it-4}$	0,642 *** (3,2)	0,631 *** (3,1)
$TRANSI_i$	- 0,346 (- 1,5)	–
R^2 ajusté	0,14	0,14
Écart-type de la régression	4,69	4,69

**** Significatif au seuil de 1 % ; * significatif au seuil de 10 %*

c : Constante,

ε^1_{it-1}, *terme de correction d'erreur,*

$\dot{C}^1_{it-k}$ *taux de croissance du ratio crédit sur PIB en glissement trimestriel, retardé de* k *trimestres,*

$\dot{\tilde{y}}_{it-k}$ *croissance du PIB PPA par tête en glissement trimestriel, retardé de k trimestres*

Estimation par variables instrumentales

Le modèle par variables instrumentales explique successivement deux variables : la croissance du ratio de crédit sur PIB, et le taux de croissance réel des crédits, en glissement annuel.

Les variables explicatives sont les suivantes :

• l'écart entre le niveau observé du ratio de crédit sur PIB et le niveau précédemment estimé par la méthode des variables instrumentales à la période précédente. Cette variable, notée ε^2_{it-1}, est proche d'un terme à correction d'erreur, même si elle est calculée ici par le résidu du modèle *M2* avec variables instrumentales ; le signe attendu du coefficient est négatif ;

• la croissance réelle du PIB en glissement annuel, $\dot{y}_{it}$, représentative de l'activité économique ;

• le taux d'intérêt réel, r_{it}, qui devrait être négativement corrélé à la demande de crédit ;

• les entrées nettes de capitaux, données par le solde du compte financier de la balance des paiements, rapportées au PIB, n_{it}, qui devraient stimuler l'offre de crédit ; une relation positive est donc attendue ;

• la variable indicatrice des pays en transition, $TRANSI_i$.

Le modèle à estimer est de la forme suivante :

$$\dot{C}^k_{it} = \beta^k_0 - \lambda^k \varepsilon^2_{it-1} + \beta^k_1 \dot{y}_{it} + \beta^k_2 r_{it} + \beta^k_3 n_{it} + \beta^k_4 TRANSI_i + u'_{it} \qquad (11)$$

avec $k = 1$ ou 2 selon que la variable dépendante est le taux de croissance du ratio crédit sur PIB ou le taux de croissance réel des crédits.

La période d'observation est la même que précédemment. En revanche, l'échantillon est plus restreint : il ne compte plus que 50 pays. La Turquie et la Roumanie ont dû, en effet, être retirées, en raison de l'absence de séries de taux d'intérêt pour les prêts bancaires à court et moyen termes. Afin de tenir compte des risques d'endogénéité, nous estimons l'équation par variables instrumentales (cf. tableau 4) [4].

Pour les deux variables dépendantes, seules trois variables explicatives sont significatives : le terme à correction d'erreur, la croissance du PIB et le taux d'intérêt réel. Les coefficients de ces variables ont le signe attendu, en particulier le terme de correction d'erreur est bien négatif. La variable indicatrice de pays en transition a un coefficient positif mais celui-ci n'est pas significatif.

Tableau 4 Estimation du taux de croissance du ratio de crédit sur PIB et du taux de croissance réel du crédit par variables instrumentales

Variables explicatives	Taux de croissance du crédit sur PIB		Taux de croissance réel du crédit	
c	0,756 (0,2)	–	1,239 (0,2)	–
ε^2_{it-1}	- 0,053 *** (- 2,6)	- 0,057 *** (- 10,2)	- 0,059 *** (- 2,8)	- 0,061 *** (- 10,4)
$\dot{y}_{it}$	1,545 *** (2,0)	1,764*** (7,5)	2,634 *** (3,3)	2,890 *** (11,6)
r_{it}	- 0,401 * (- 1,4)	- 0,340*** (- 3,6)	- 0,454 * (- 1,5)	- 0,367*** (- 3,6)
n_{it}	- 0,351 (- 0,9)	–	- 0,313 (- 0,8)	–
$TRANSI_i$	4,622 (0,4)	–	3,463 (0,3)	–
R^2 ajusté	- 0,26	- 0,34	0,06	- 0,03
Écart-type de la régression	11,38	12,26	12,34	12,97

**** Significatif au seuil de 1 %, * significatif au seuil de 10 % ; entre parenthèses : le t de Student*
c : constante ; y : croissance du PIB ; r : taux d'intérêt réel ; n : entrées nettes de capitaux en % du PIB ; ε^2_{it-1}*: écart du crédit sur PIB à sa valeur estimée par le modèle 2 à la période précédente.*

4 Nous avons effectué un test de Hausman, en choisissant comme variables instrumentales les variables explicatives retardées de cinq et six ans (vingtième et vingt-quatrième retards), sans la constante. Les résultats indiquent que l'on peut rejeter l'hypothèse nulle d'exogénéité des variables explicatives (cf. tableau A3-2 en annexe). Il est donc nécessaire d'utiliser une méthode d'estimation par variables instrumentales.
Afin de tenir compte de la présence probable d'hétéroscédasticité, nous comparons nos estimations avec les résultats d'un modèle utilisant la méthode des moments généralisés (GMM) avec une matrice de covariance de White. Les résultats du modèle GMM étant peu satisfaisants, nous retenons les résultats du modèle à doubles moindres carrés.

Annexe 5

Tests de racine unitaire et de cointégration

Nos estimations par un modèle de moindres carrés ordinaires sont susceptibles d'être fallacieuses si les séries ne sont pas stationnaires ni cointégrées.

Nous effectuons les tests de racine unitaire sur données de panel proposés par Levin, Lin et Chu, Breitung, Im, Pesaran et Shin, ainsi que les tests de Dickey-Fuller augmentés et de Phillips-Perron effectués sur les séries par pays, puis agrégés selon la méthode de Fisher (Maddala et Wu). L'hypothèse nulle (H0) de tous ces tests est celle d'une racine unitaire, la racine étant commune dans les 2 premiers tests et individuels par pays dans les autres.

Préalablement, nous évaluons la présence d'une tendance déterministe dans les séries. Pour la presque totalité des pays, il existe une tendance significative pour le crédit sur PIB, le PIB PPA par tête et la capitalisation boursière sur le PIB.

Les tests de racine unitaire montrent que les séries de PIB PPA par tête, de crédit sur PIB et de capitalisation boursière sur PIB sont intégrées d'ordre 1 (cf. tableau 1). L'ensemble des tests conduit à ne pas rejeter l'hypothèse H0 de racine unitaire (à l'exception du test de Levin, Lin et Chu pour le PIB PPA). Les autres variables — entrées nettes de capitaux, taux de croissance réel du crédit, taux de croissance du PIB et taux d'intérêt réel — sont stationnaires (et naturellement la variable indicatrice de l'origine du système juridique, qui est une constante par pays). Seules les variables de PIB PPA par tête et de capitalisation boursière sur PIB peuvent donc figurer dans une relation de long terme avec le crédit sur PIB.

Tableau 1 Tests de racine unitaire

Séries	Levin, Lin et Chu (t-stat)		Breitung (t-stat)		Im, Pesaran et Shin (W-stat)		Dickey-Fuller augmentés (Chi2 de Fischer)		Phillips-Perron (Chi2 de Fischer)	
	H0 = racine unitaire commune				H0 = racines unitaires individuelles					
	stat.	p-value	stat.	p-value	stat.	p-value	stat.	p-value	stat.	p-value
Log (PIB PPA)	- 0,70	0,24	- 1,38	0,08	- 0,21	0,41	105,5	0,44	110,93	0,30
Log (Crédit/PIB)	- 2,19	0,01	0,39	0,65	- 0,57	0,29	112,66	0,26	115,04	0,22
Capitalisation boursière/PIB	3,51	1,00	4,57	1,00	0,42	0,66	121,70	0,05	88,90	0,73
Entrées nettes de capitaux/PIB	- 5,88	0,00	- 2,78	0,00	- 16,63	0,00	565,74	0,00	1 522,99	0,00
Taux de croissance réel du crédit	8,58	1,00	- 5,69	0,00	- 7,13	0,00	257,15	0,00	383,43	0,00
Taux de croissance du PIB	7,62	1,00	- 5,89	0,00	- 11,40	0,00	349,04	0,00	493,31	0,00
Taux d'intérêt réel	71,82	1,00	- 1,94	0,03	- 4,70	0,00	217,54	0,00	547,42	0,00

Utilisation du critère d'Akaike pour la détermination du nombre de retards. Les tests sur les 4 premières variables incluent une constante et une tendance.

Les tests montrent que les séries de crédit sur PIB, de PIB PPA par tête et de capitalisation boursière sur PIB (les deux premiers étant en logarithme) sont cointégrées entre elles (cf. tableau 2). Concernant les tests de Pedroni, neuf tests sur onze rejettent l'hypothèse H0 d'absence de cointégration au seuil de 5 % (8 au seuil de 10 % et 9 au seuil de 10,5 %). Les tests de Johansen sur les données par pays, agrégés selon la méthode de Fisher, vont dans le même sens. Ils rejettent l'hypothèse d'absence de cointégration et acceptent l'hypothèse d'une relation de cointégration entre les deux variables.

Tableau 2 Tests de cointégration des séries de crédit sur PIB, PIB PPA par tête et de capitalisation boursière sur PIB

	Test	P. value	Test pondéré	P. value
Tests de Pedroni - hypothèse H0 = absence de cointégration				
H1 = rho(i) = 1				
Panel-v-stat	- 0,877	0,272	- 0,518	0,349
Panel-rho-stat	7,671	0,000	7,493	0,000
Panel-pp-stat	3,751	0,000	3,208	0,002
Panel-adf-stat	8,017	0,000	7,347	0,000
H1 = rho(i) = 1				
Group rho	10,158	0,000		
Group pp	3,792	0,000		
Group adf	9,470	0,000		
Hypothèse H0	**Test**	**P. value**		
Tests individuels de Johansen agrégés par la méthode de Fisher (Maddala et Wu, 1999)				
r = 0	219,0	0,000		
r≤1	101,2	0,556		

Note : r est le nombre de relations de cointégration

Annexe 6

Tests de suridentification et d'exogénéité des variables explicatives

Pour l'estimation des ratios de crédit sur PIB, nous effectuons d'abord un test de suridentification de Sargan, qui confirme la validité de nos instruments [1], puis un test d'Hausman [2], qui nous conduit à rejeter l'hypothèse H0 d'exogénéité des variables explicatives (cf. tableaux 1 et 2).

Tableau 1 Résultats des tests de suridentification de Sargan
Hypothèse H0 : instruments exogènes

Estimation du ratio crédit sur PIB			Estimation du taux de croissance du ratio crédit sur PIB			Estimation du taux de croissance réel des crédits		
Nb de degrés de liberté	Statistique t	P. value	Nb de degrés de liberté	Statistique t	P. value	Nb de degrés de liberté	Statistique t	P. value
1	0,31	0,58	3	2,98	0,39	3	3,18	0,37

Tableau 2 Résultats du test d'Hausman
Hypothèse H0 : exogénéité des variables explicatives

Estimation du ratio crédit sur PIB			Estimation du taux de croissance du ratio crédit sur PIB			Estimation du taux de croissance réel des crédits		
Nb de degrés de liberté	Statistique t	P. value	Nb de degrés de liberté	Statistique t	P. value	Nb de degrés de liberté	Statistique t	P. value
5	922,7	0,00	3	327,27	0,00	3	377,82	0,00

1 *Les variables instrumentales retenues, qui doivent être corrélées avec les variables explicatives endogènes mais pas avec les résidus de l'équation, sont la constante, le PIB PPA par tête (en log), les entrées nettes de capitaux, la capitalisation boursière et le taux d'intérêt réel, retardés de 6 mois et 1 an (deuxième et quatrième retards), que l'on peut considérer comme exogènes. Les résidus* $\hat{u}^{IV}_{it}$ *de la régression de la variable dépendante sur les instruments sont régressés sur les variables instrumentales. Le test de Sargan teste la nullité globale des coefficients de cette régression.*

2 *Il s'agit de tester quelle est la meilleure spécification entre les moindres carrés ordinaires et les doubles moindres carrés.*

STATISTIQUES

Situation économique générale

Monnaie, placements et financements

Marchés de capitaux et taux d'intérêt

Autres statistiques

Avertissement

Depuis le 1er janvier 2008, la zone euro s'est agrandie avec l'adhésion de Chypre et de Malte. Les données statistiques en tiennent compte à partir de cette date.

Les données du cahier sont celles disponibles dans la base de données « BSME » de la Banque de France, aux dates mentionnées.

Figure 1
Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France

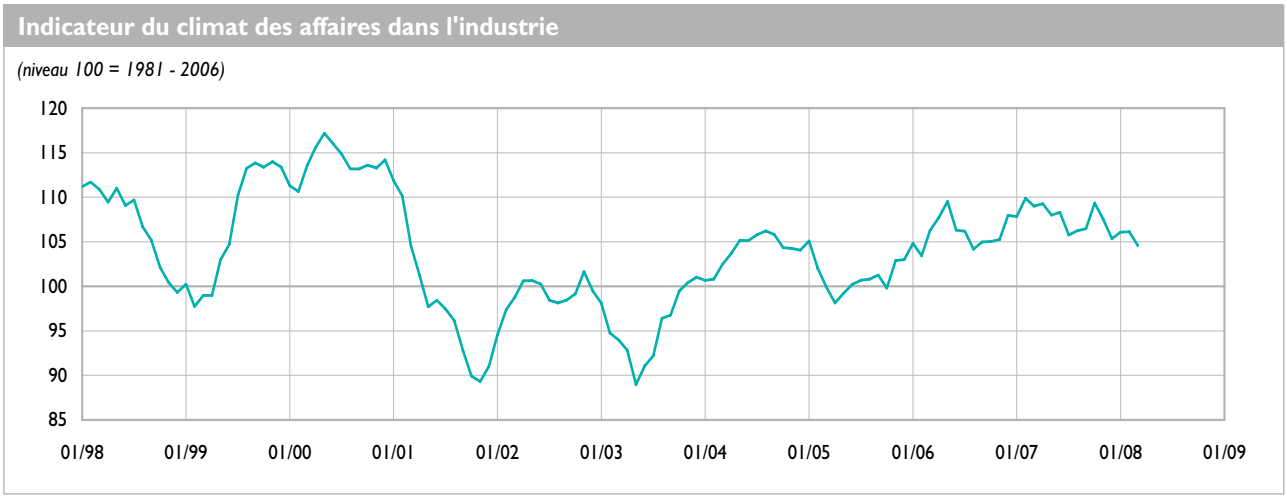
(données cvs)

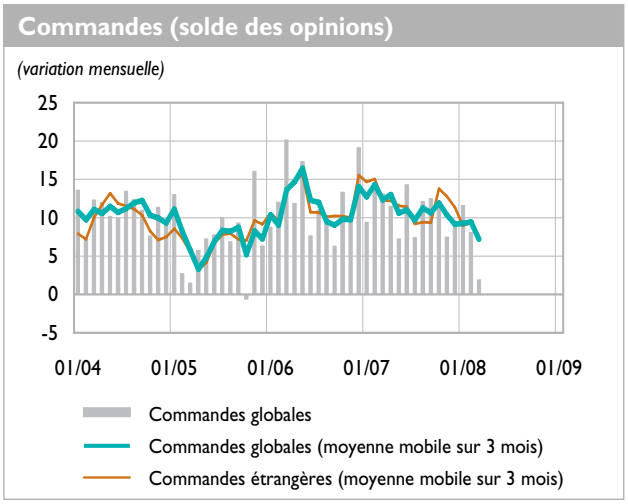
	2007				2008		
	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars
Évolution de la production par rapport au mois précédent (a)							
Ensemble	**11**	**8**	**3**	**-4**	**19**	**4**	**0**
Biens intermédiaires	7	7	4	-1	14	2	-4
Biens d'équipement	11	9	1	-8	24	14	0
Industrie automobile	8	16	-15	-11	39	-9	-1
Biens de consommation	16	13	4	-9	20	6	3
Industries agricoles et alimentaires	14	10	4	15	4	5	3
Production pour les prochains mois (a)							
Ensemble	**19**	**16**	**15**	**22**	**16**	**13**	**15**
Biens intermédiaires	18	15	12	20	14	11	11
Biens d'équipement	24	21	11	33	22	18	20
Industrie automobile	34	19	37	23	18	10	15
Biens de consommation	10	7	6	20	15	8	17
Industries agricoles et alimentaires	15	15	16	14	13	15	10
Évolution des commandes par rapport au mois précédent (ensemble) (a)							
Globales	**12**	**11**	**7**	**9**	**12**	**8**	**2**
Étrangères	13	17	8	9	10	9	3
Niveau du carnet de commandes (a)							
Ensemble	**26**	**27**	**27**	**25**	**24**	**22**	**18**
Biens intermédiaires	21	20	17	16	15	14	9
Biens d'équipement	65	64	62	64	68	63	57
Biens de consommation	18	10	18	20	15	17	21
Industries agricoles et alimentaires	14	16	16	10	7	6	0
Niveau des stocks de produits finis (a)							
Ensemble	**4**	**5**	**4**	**5**	**6**	**5**	**6**
Biens intermédiaires	2	5	3	3	3	3	5
Biens d'équipement	8	4	5	6	5	5	5
Industrie automobile	6	-7	2	4	2	2	11
Biens de consommation	7	12	9	12	11	4	9
Industries agricoles et alimentaires	3	1	4	5	5	8	7
Taux d'utilisation des capacités de production (b)							
Ensemble	**83,9**	**84,0**	**83,7**	**80,9**	**83,5**	**83,3**	**83,1**
Évolution des effectifs (ensemble) (a)							
Par rapport au mois précédent	0	-1	1	-1	3	0	-2
Au cours des prochains mois	1	-2	-1	-1	-2	-1	-4
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie (c)							
	106	**109**	**108**	**105**	**106**	**106**	**105**

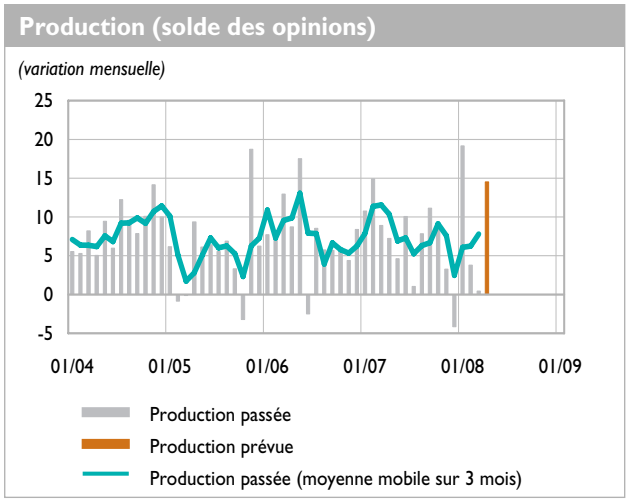
(a) Données exprimées en solde des opinions
(b) Données exprimées en pourcentage
(c) L'indicateur du climat des affaires résume le jugement des industriels sur la situation conjoncturelle. Plus il est élevé, plus l'appréciation est favorable. L'indicateur est calculé selon la technique de l'analyse en composantes principales à partir des données de l'enquête lissées sur trois mois. Par construction, sa moyenne est égale à 100.

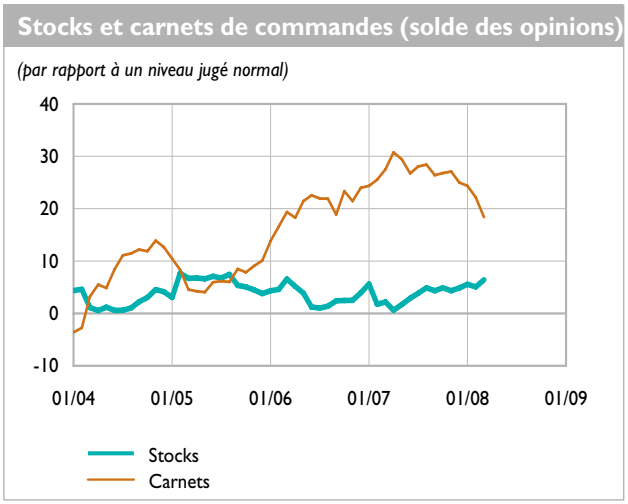
Source : Banque de France *Réalisé le 22 avril 2008*

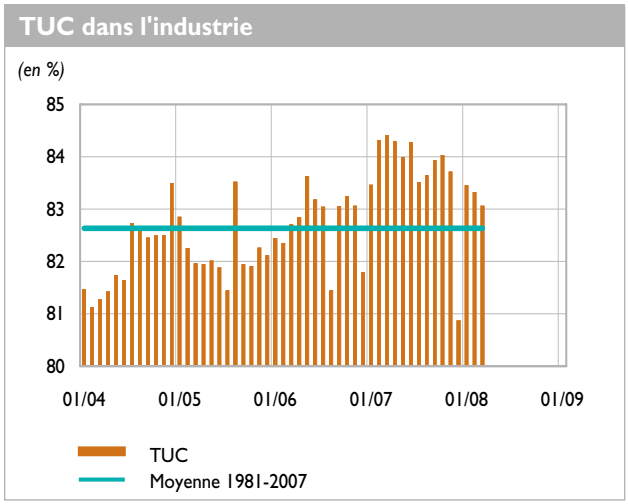
Figure 2
Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France (données CVS)











Source : Banque de France

Réalisé le 22 avril 2008

Figure 3
Indices des prix à la consommation

(glissement annuel)

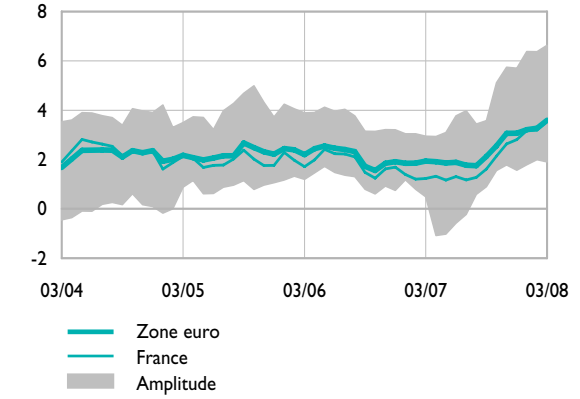
	2007						2008		
	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars
France	1,2	1,3	1,6	2,1	2,6	2,8	3,2	3,2	3,5
Allemagne	2,0	2,0	2,7	2,7	3,3	3,1	2,9	3,0	3,3
Italie	1,7	1,7	1,7	2,3	2,6	2,8	3,1	3,1	3,6
Zone euro	1,8	1,7	2,1	2,6	3,1	3,1	3,2	3,3	3,6
Royaume-Uni	1,9	1,8	1,8	2,1	2,1	2,1	2,2	2,5	2,5
Union européenne	2,0	1,9	2,3	2,7	3,1	3,2	3,4	3,5	3,7
États-Unis	2,4	2,0	2,8	3,5	4,3	4,1	4,3	4,0	4,0
Japon	0,0	-0,2	-0,2	0,3	0,6	0,7	0,7	1,0	nd

(moyenne annuelle) *(variation mensuelle CVS)*

	2005	2006	2007	2007			2008		
				oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars
France	1,9	1,9	1,6	0,3	0,6	0,3	0,3	0,1	0,5
Allemagne	1,9	1,8	2,3	0,2	1,0	-0,1	0,2	0,2	0,6
Italie	2,2	2,2	2,0	0,5	0,4	0,3	0,4	0,3	0,7
Zone euro	2,2	2,2	2,1	0,4	0,6	0,1	0,4	0,2	0,6
Royaume-Uni	2,0	2,3	2,3	0,5	0,4	0,3	0,2	0,6	0,1
Union européenne	2,3	2,3	2,4	nd	nd	nd	nd	nd	nd
États-Unis	3,4	3,2	2,9	0,3	0,9	0,4	0,4	0,0	0,3
Japon	-0,3	0,2	0,1	0,2	0,3	0,1	0,0	0,1	nd

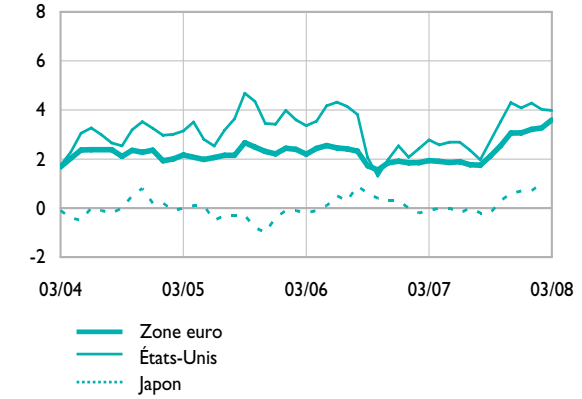
France et zone euro

(glissement annuel en %)



Comparaisons internationales

(glissement annuel en %)

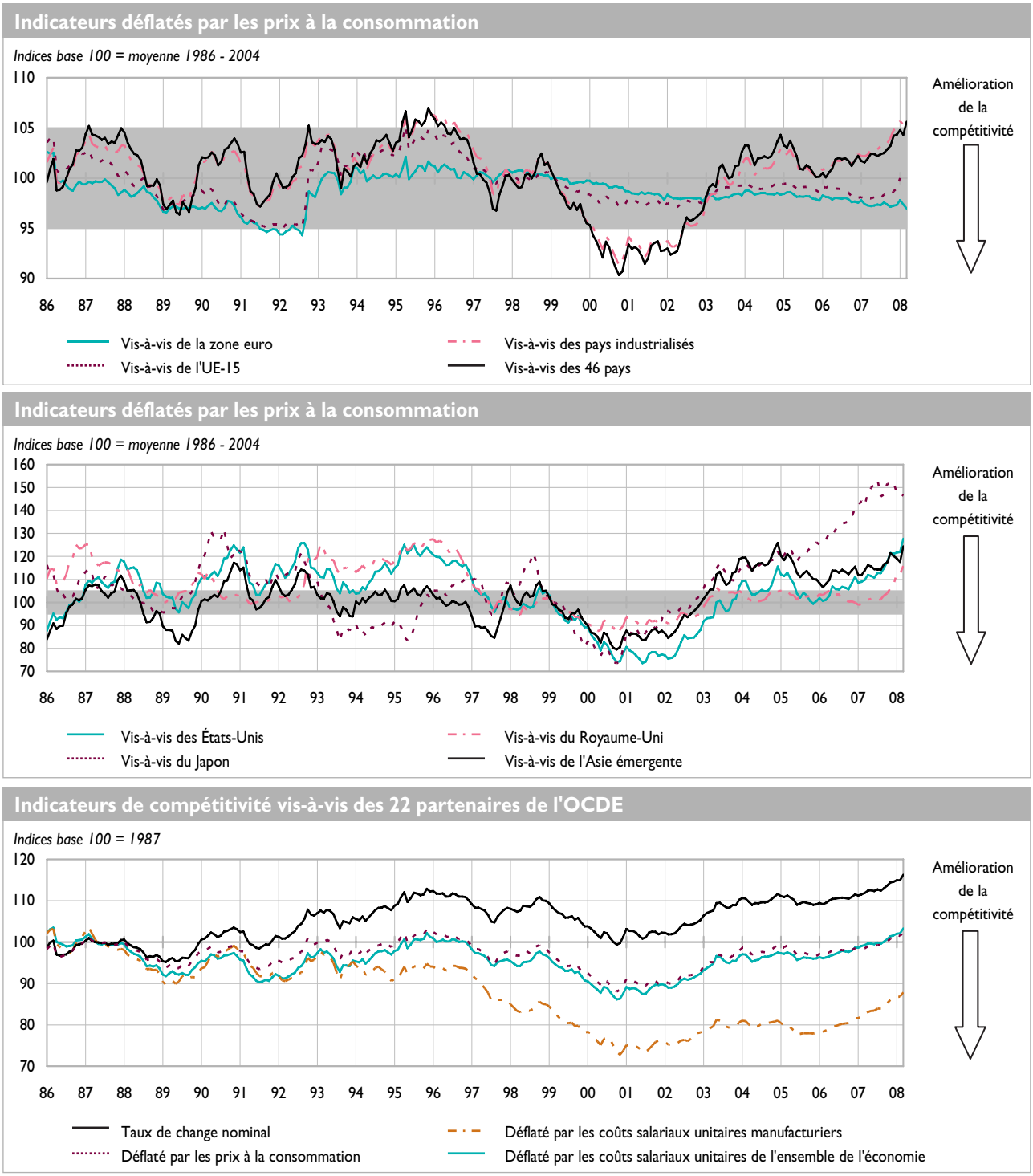


Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon
Amplitude = valeurs extrêmes des indices de prix harmonisés constatées dans la zone euro

Sources : nationales, Eurostat

Réalisé le 22 avril 2008

Figure 4
Compétitivité de l'économie française



Partie grise : écart de + ou - 5% par rapport à la moyenne de longue période
Voir notice méthodologique de la partie « Statistiques » du présent Bulletin

Sources : nationales, Banque de France, BCE, FMI, INSEE, OCDE, Thomson Financial Datatstream
Calculs : Banque de France

Réalisé le 22 avril 2008

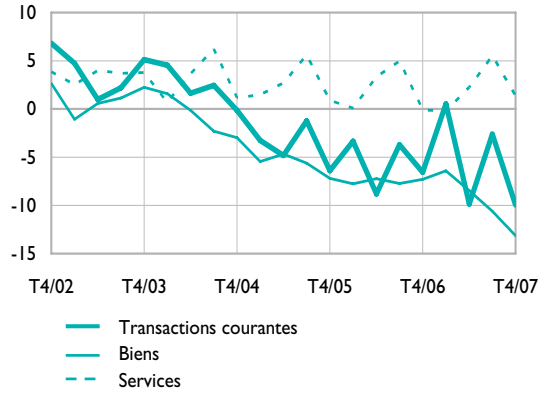
Figure 5
Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2006	2007	2006	2007			
			T4	T1	T2	T3	T4
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)
Compte de transactions courantes	**-22 452**	**-21 893**	**-6 571**	**526**	**-9 856**	**-2 611**	**-9 952**
Biens	-30 029	-38 601	-7 298	-6 419	-8 468	-10 585	-13 129
Services	8 271	8 933	-89	-213	2 249	5 512	1 385
Revenus	21 040	30 074	7 828	8 365	2 956	9 780	8 973
Transferts courants	-21 734	-22 299	-7 012	-1 207	-6 593	-7 318	-7 181
Compte de capital	**-188**	**1 854**	**75**	**330**	**1 138**	**126**	**260**
Compte financier	**63 912**	**47 323**	**-27 363**	**27 389**	**12 758**	**33 967**	**-26 791**
Investissements directs	-27 071	-49 816	-13 300	-7 471	-11 539	-21 029	-9 777
Français à l'étranger	*-91 700*	*-159 307*	*-33 524*	*-27 918*	*-39 269*	*-45 263*	*-46 857*
Étrangers en France	*64 629*	*109 491*	*20 224*	*20 447*	*27 730*	*24 234*	*37 080*
Investissements de portefeuille	-59 522	-16 505	11 100	12 630	444	-16 022	-13 557
Avoirs	*-270 546*	*-140 059*	*-68 291*	*-45 849*	*-48 403*	*-12 864*	*-32 943*
Engagements	*211 024*	*123 554*	*79 391*	*58 479*	*48 847*	*-3 158*	*19 386*
Produits financiers dérivés	3 337	-1 568	-1 749	-1 778	-1 513	-474	2 197
Autres investissements	155 946	115 687	-20 469	24 408	24 766	75 326	-8 813
Avoirs de réserve	-8 775	-478	-2 944	-402	600	-3 835	3 159
Erreurs et omissions nettes	**-41 274**	**-27 284**	**33 858**	**-28 244**	**-4 042**	**-31 482**	**36 484**

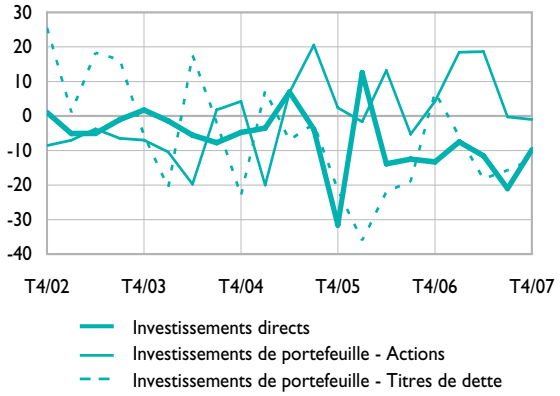
Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)



Soldes du compte financier

(données brutes en milliards d'euros)



(a) Chiffres semi-définitifs

Source : Banque de France

Réalisé le 22 avril 2008

Figure 6
Balance des paiements – Transactions courantes et capital (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2006	2007	2006	2007			
			T4	T1	T2	T3	T4
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)
Compte de transactions courantes	**-22 452**	**-21 893**	**-6 571**	**526**	**-9 856**	**-2 611**	**-9 952**
Biens	**-30 029**	**-38 601**	**-7 298**	**-6 419**	**-8 468**	**-10 585**	**-13 129**
Exportations	*384 873*	*399 741*	*99 741*	*100 307*	*101 465*	*95 060*	*102 909*
Importations	*414 902*	*438 342*	*107 039*	*106 726*	*109 933*	*105 645*	*116 038*
Marchandises générales	-27 868	-36 257	-6 751	-5 835	-7 739	-10 130	-12 553
Avitaillement	-1 524	-1 305	-400	-278	-254	-375	-398
Travail à façon et réparations	-637	-1 039	-147	-306	-475	-80	-178
Services	**8 271**	**8 933**	**-89**	**-213**	**2 249**	**5 512**	**1 385**
Exportations	*94 226*	*100 329*	*21 237*	*20 765*	*25 137*	*29 979*	*24 448*
Importations	*85 955*	*91 396*	*21 326*	*20 978*	*22 888*	*24 467*	*23 063*
Transports	-2 573	-1 486	-307	-203	-280	-18	-985
Voyages	12 066	13 213	1 130	1 724	3 361	6 998	1 130
Services de communication	1 301	1 077	367	276	219	296	286
Services de construction	1 904	2 343	598	566	578	519	680
Services d'assurances	-1 216	-776	-232	-363	-133	-105	-175
Services financiers	-1 890	-1 358	-525	-286	-576	-334	-162
Services d'informatique et d'information	-21	-119	-69	65	96	-131	-149
Redevances et droits de licence	2 334	3 111	477	715	1 099	600	697
Autres services aux entreprises	-2 746	-6 130	-1 184	-2 543	-1 949	-2 041	403
Services personnels, culturels et récréatifs	-758	-779	-251	-183	-140	-223	-233
Services des administrations publiques	-130	-163	-93	19	-26	-49	-107
Revenus	**21 040**	**30 074**	**7 828**	**8 365**	**2 956**	**9 780**	**8 973**
Rémunérations des salariés	8 564	8 775	2 147	2 171	2 212	2 166	2 226
Revenus des investissements	12 476	21 299	5 681	6 194	744	7 614	6 747
Directs	*18 969*	*26 110*	*6 477*	*5 895*	*6 352*	*6 996*	*6 867*
De portefeuille	*-1 392*	*3 042*	*372*	*2 161*	*-3 150*	*2 532*	*1 499*
Autres	*-5 101*	*-7 853*	*-1 168*	*-1 862*	*-2 458*	*-1 914*	*-1 619*
Transferts courants	**-21 734**	**-22 299**	**-7 012**	**-1 207**	**-6 593**	**-7 318**	**-7 181**
Transferts courants du secteur des APU	-13 663	-13 849	-5 009	797	-4 656	-5 030	-4 960
Transferts courants des autres secteurs	-8 071	-8 450	-2 003	-2 004	-1 937	-2 288	-2 221
dont envois de fonds des travailleurs	*-2 063*	*-1 969*	*-467*	*-527*	*-442*	*-555*	*-445*
Compte de capital	**-188**	**1 854**	**75**	**330**	**1 138**	**126**	**260**

(a) Chiffres semi-définitifs

Source : Banque de France

Réalisé le 22 avril 2008

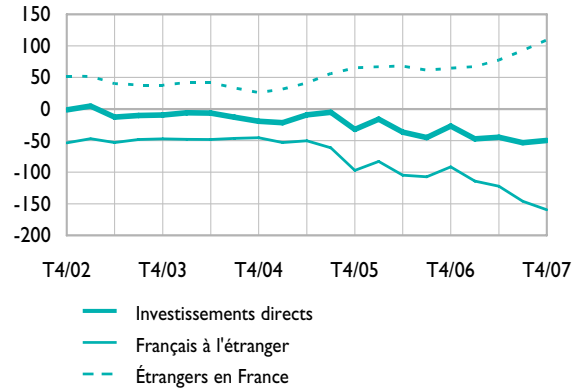
Figure 7
Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2006	2007	2006	2007			
			T4	T1	T2	T3	T4
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)
Compte financier	**63 912**	**47 323**	**-27 363**	**27 389**	**12 758**	**33 967**	**-26 791**
Investissements directs	-27 071	-49 816	-13 300	-7 471	-11 539	-21 029	-9 777
Français à l'étranger	-91 700	-159 307	-33 524	-27 918	-39 269	-45 263	-46 857
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	*-61 329*	*-92 244*	*-22 986*	*-18 043*	*-21 238*	*-31 728*	*-21 235*
Étrangers en France	64 629	109 491	20 224	20 447	27 730	24 234	37 080
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	*29 641*	*33 795*	*10 243*	*5 568*	*10 557*	*7 284*	*10 386*
Investissements de portefeuille	-59 522	-16 505	11 100	12 630	444	-16 022	-13 557
Avoirs	-270 546	-140 059	-68 291	-45 849	-48 403	-12 864	-32 943
Actions	*-48 290*	*3 861*	*-19 811*	*7 299*	*15 036*	*-7 123*	*-11 351*
Obligations	*-225 189*	*-161 286*	*-49 994*	*-40 348*	*-79 544*	*-14 503*	*-26 891*
Instruments du marché monétaire	*2 933*	*17 366*	*1 514*	*-12 800*	*16 105*	*8 762*	*5 299*
Engagements	211 024	123 554	79 391	58 479	48 847	-3 158	19 386
Actions	*58 841*	*32 004*	*24 074*	*11 173*	*3 640*	*6 854*	*10 337*
Obligations	*165 424*	*68 819*	*62 019*	*36 173*	*28 808*	*-1 052*	*4 890*
Instruments du marché monétaire	*-13 241*	*22 731*	*-6 702*	*11 133*	*16 399*	*-8 960*	*4 159*
Produits financiers dérivés	3 337	-1 568	-1 749	-1 778	-1 513	-474	2 197
Autres investissements	155 946	115 687	-20 469	24 408	24 766	75 326	-8 813
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	*135 629*	*95 581*	*-32 474*	*33 028*	*25 913*	*52 777*	*-16 137*
Avoirs de réserve	-8 775	-478	-2 944	-402	600	-3 835	3 159
Erreurs et omissions nettes	**-41 274**	**-27 284**	**33 858**	**-28 244**	**-4 042**	**-31 482**	**36 484**

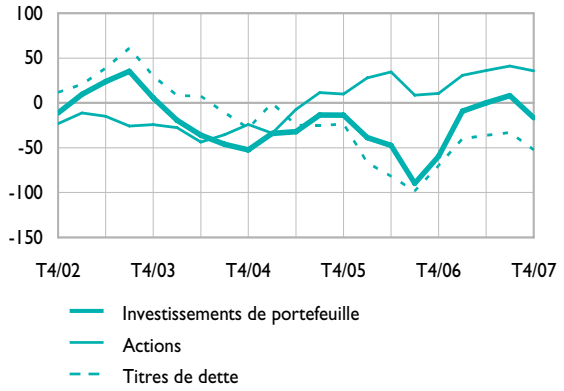
Investissements directs – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



Investissements de portefeuille – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



(a) Chiffres semi-définitifs

Source : Banque de France

Réalisé le 22 avril 2008

Figure 8
Balance des paiements – Ventilation géographique (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	4ème trimestre 2007					
	UEM (a)	UE27 hors UEM (b)	USA	Japon	Suisse	Chine
Compte de transactions courantes	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**
Recettes	*81 237*	*30 500*	*13 963*	*2 953*	*6 298*	*3 265*
Dépenses	*nd*	*nd*	*nd*	*nd*	*nd*	*nd*
Biens	-16 249	2 256	1 159	-28	149	-2 089
Recettes	*50 684*	*15 412*	*6 108*	*1 391*	*2 909*	*2 512*
Dépenses	*66 933*	*13 155*	*4 950*	*1 419*	*2 760*	*4 601*
Services	-418	1 023	165	-48	-50	83
Recettes	*7 678*	*4 431*	*2 494*	*326*	*1 122*	*679*
Dépenses	*8 096*	*3 409*	*2 328*	*373*	*1 172*	*596*
Revenus	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Recettes	*21 925*	*8 943*	*5 218*	*1 229*	*1 920*	*66*
Dépenses	*nd*	*nd*	*nd*	*nd*	*nd*	*nd*
Transferts courants	-1 677	-3 453	-169	-7	-309	-32
Compte financier	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**
Investissements directs	-9 443	-3 854	5 771	-408	1 129	-475
Français à l'étranger	*-34 762*	*-8 204*	*1 505*	*-686*	*3*	*-477*
Étrangers en France	*25 320*	*4 350*	*4 266*	*278*	*1 126*	*2*
Investissements de portefeuille (c)	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Avoirs	-27 539	7 102	-839	-3 315	1 740	-3 449
Actions	*-14 600*	*4 309*	*3 967*	*1 561*	*1 062*	*-3 461*
Obligations	*-11 967*	*-2 730*	*-4 754*	*-4 137*	*132*	*10*
Instruments du marché monétaire	*-971*	*5 524*	*-52*	*-738*	*546*	*2*
Autres investissements	-9 133	-21 989	31 160	444	6 843	4 133
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	-17 383	*-22 093*	*26 721*	*1 228*	*8 276*	*4 116*

(a) 13 pays membres (dont Slovénie entrée au 1er janvier 2007)
(b) Danemark, Royaume-Uni, Suède, Institutions européennes et nouveaux pays membres (Chypre, République tchèque, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, Slovaquie, Bulgarie, Roumanie)
(c) Pas de ventilation géographique disponible pour les engagements

Source : Banque de France *Réalisé le 22 avril 2008*

Figure 9
Balance des paiements (données mensuelles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2007	2007	2008		Cumul 12 mois	
					2007	2008
	fév. (a)	déc. (a)	janv. (b)	fév. (b)	fév. (a)	fév. (b)
Compte de transactions courantes	**-168**	**-1 811**	**-5 542**	**3 075**	**-18 697**	**-24 610**
Biens	-2 390	-4 500	-5 155	-2 729	-29 437	-40 761
Services	173	842	358	1 354	8 408	10 407
Revenus	2 828	4 732	1 830	1 702	22 861	28 719
Transferts courants	-779	-2 885	-2 575	2 748	-20 529	-22 975
Compte de capital	**21**	**30**	**233**	**71**	**-109**	**1 817**
Compte financier	**-3 496**	**-13 743**	**-14 110**	**8 684**	**65 447**	**18 693**
Investissements directs	-7 248	-2 165	-3 386	-7 064	-41 547	-53 040
Français à l'étranger	*-12 073*	*-19 023*	*-8 657*	*-9 794*	*-108 376*	*-160 043*
Capital social	*-4 574*	*-27*	*-2 937*	*-3 838*	*-45 918*	*-67 719*
Bénéfices réinvestis	*-2 022*	*-2 022*	*-2 022*	*-2 516*	*-21 184*	*-24 758*
Autres opérations	*-5 477*	*-16 974*	*-3 698*	*-3 440*	*-41 274*	*-67 566*
Étrangers en France	*4 825*	*16 858*	*5 271*	*2 730*	*66 829*	*107 003*
Capital social	*-51*	*3 278*	*845*	*-176*	*14 550*	*21 146*
Bénéfices réinvestis	*1 140*	*1 140*	*1 140*	*1 688*	*11 910*	*14 228*
Autres opérations	*3 736*	*12 440*	*3 286*	*1 218*	*40 369*	*71 629*
Investissements de portefeuille	-16 000	9 044	-14 293	18 936	-23 825	-9 535
Avoirs	*-35 827*	*13 655*	*-26 445*	*-676*	*-231 301*	*-126 601*
Actions	*-12 790*	*2 099*	*-2 995*	*9 449*	*-34 970*	*22 884*
Obligations	*-17 347*	*2 111*	*-10 782*	*9 827*	*-189 148*	*-141 519*
Instruments du marché monétaire	*-5 690*	*9 445*	*-12 668*	*-19 952*	*-7 183*	*-7 966*
Engagements	*19 827*	*-4 611*	*12 152*	*19 612*	*207 476*	*117 066*
Actions	*2 246*	*4 348*	*3 723*	*-568*	*56 573*	*26 346*
Obligations	*18 024*	*-6 095*	*3 098*	*10 397*	*165 126*	*61 116*
Instruments du marché monétaire	*-443*	*-2 864*	*5 331*	*9 783*	*-14 223*	*29 604*
Produits financiers dérivés	742	1 752	-7 941	11 540	743	3 475
Autres investissements	20 009	-25 839	15 366	-19 872	138 375	76 474
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	*23 680*	*-9 912*	*-32 256*	*-10 370*	*134 715*	*11 935*
Avoirs de réserve	-999	3 465	-3 856	5 144	-8 296	1 316
Erreurs et omissions nettes	**3 643**	**15 525**	**19 419**	**-11 830**	**-46 643**	**4 100**

(a) Chiffres semi-définitifs
(b) Chiffres provisoires

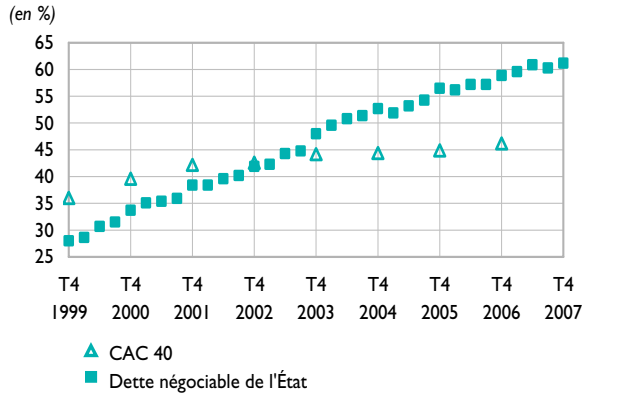
Source : Banque de France *Réalisé le 22 avril 2008*

Figure 10
Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)

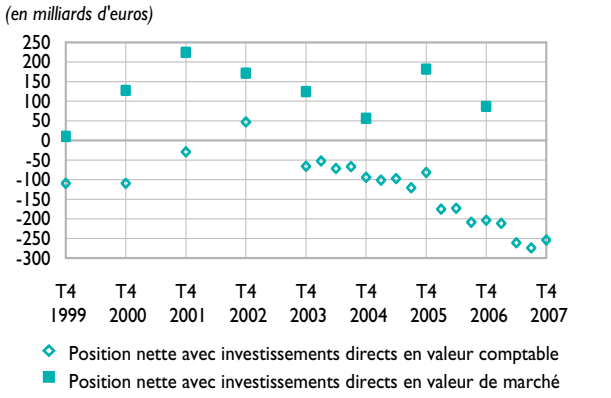
(en milliards d'euros)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	T4
Créances	**2 362,1**	**2 529,0**	**2 867,1**	**3 638,7**	**4 188,5**	**4 740,0**
Investissements directs français à l'étranger	559,1	573,6	620,7	747,9	820,2	950,4
Capitaux propres	*390,2*	*380,1*	*418,1*	*492,7*	*538,1*	*609,5*
Autres opérations	*168,9*	*193,5*	*202,6*	*255,2*	*282,1*	*341,0*
Investissements de portefeuille	888,6	1 084,4	1 285,1	1 581,9	1 844,4	1 943,2
(titres étrangers détenus par les résidents)						
IFM (secteur résident détenteur)	*390,5*	*480,3*	*562,3*	*661,6*	*749,1*	*781,1*
Non IFM (secteur résident détenteur)	*498,1*	*604,1*	*722,8*	*920,3*	*1 095,3*	*1 162,1*
Produits financiers dérivés	103,1	93,1	99,7	178,4	279,7	450,7
Autres investissements	752,5	721,9	804,8	1 067,5	1 169,5	1 317,1
IFM	*516,4*	*492,0*	*578,9*	*840,7*	*945,6*	*1 094,8*
Non IFM	*236,1*	*229,9*	*225,9*	*226,8*	*224,0*	*222,3*
Avoirs de réserve	58,8	56,0	56,8	63,0	74,6	78,6
Engagements	**-2 315,0**	**-2 594,8**	**-2 961,3**	**-3 720,3**	**-4 392,2**	**-4 994,0**
Investissements directs étrangers en France	-367,3	-417,8	-471,2	-532,3	-594,4	-696,9
Capitaux propres	*-232,3*	*-267,4*	*-295,2*	*-321,1*	*-350,7*	*-384,5*
Autres opérations	*-135,1*	*-150,4*	*-176,0*	*-211,2*	*-243,7*	*-312,4*
Investissements de portefeuille	-1 054,5	-1 287,8	-1 459,8	-1 766,8	-2 018,8	-2 104,1
(titres français détenus par les non-résidents)						
IFM (secteur résident émetteur)	*-242,9*	*-287,6*	*-325,5*	*-414,7*	*-513,8*	*-547,8*
Non IFM (secteur résident émetteur)	*-811,5*	*-1 000,2*	*-1 134,3*	*-1 352,1*	*-1 505,0*	*-1 556,3*
Produits financiers dérivés	-107,1	-117,0	-136,6	-226,6	-337,5	-512,7
Autres investissements	-786,1	-772,2	-893,7	-1 194,7	-1 441,5	-1 680,3
IFM	*-632,1*	*-624,2*	*-740,4*	*-1 016,1*	*-1 245,0*	*-1 465,0*
Non IFM	*-154,0*	*-148,1*	*-153,3*	*-178,5*	*-196,5*	*-215,3*
Position nette	**47,2**	**-65,8**	**-94,2**	**-81,6**	**-203,7**	**-254,0**

Détention par les non-résidents des valeurs du CAC 40 et des titres de la dette négociable de l'État



Position extérieure de la France



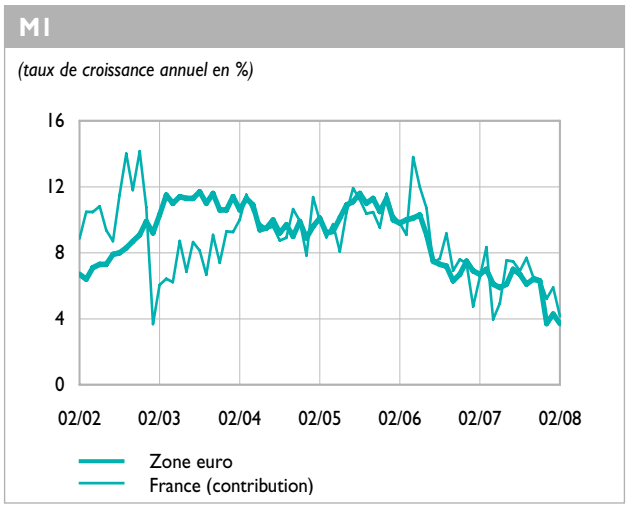
Source : Banque de France

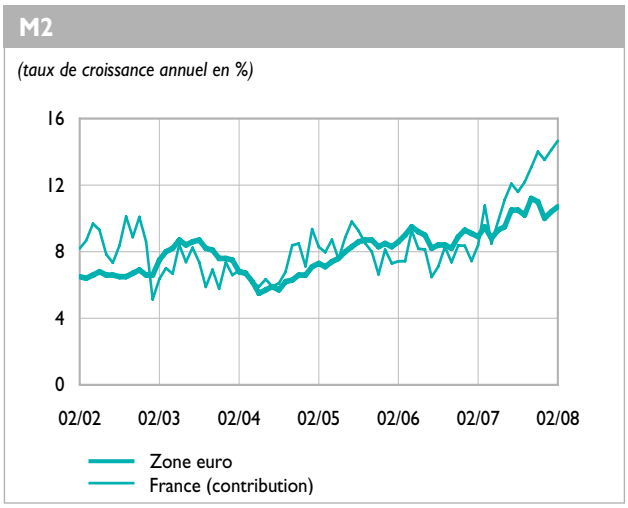
Réalisé le 22 avril 2008

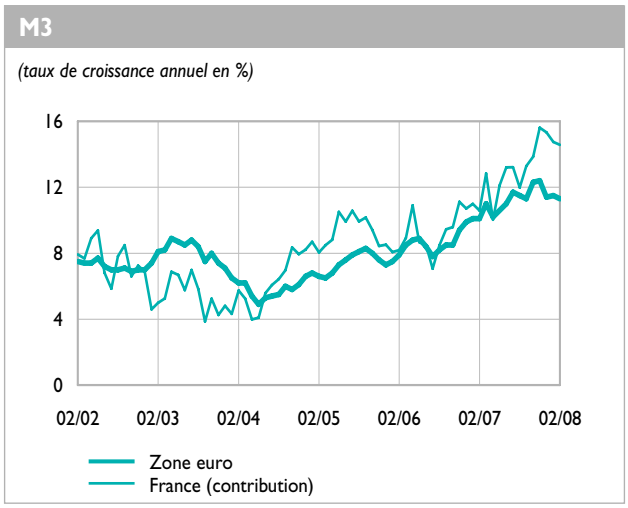
Figure 11
Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro

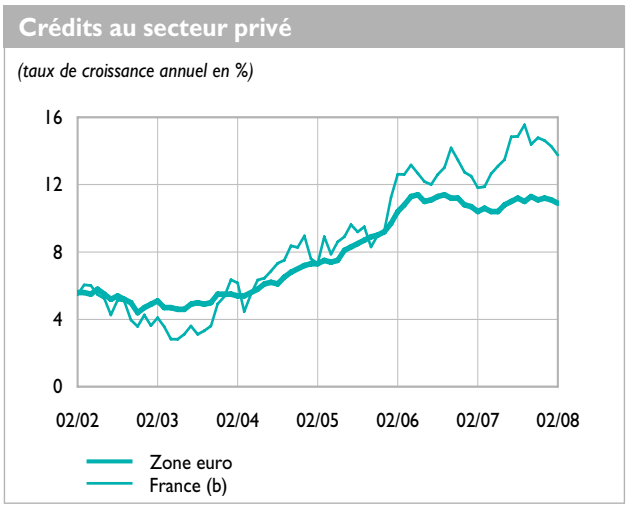
(taux de croissance annuel en %)

	2005	2006	2007	2007	2007					2008	
	déc.	déc.	déc.	fév.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.
M1											
Zone euro (a)	11,3	7,5	3,7	6,7	6,7	6,1	6,4	6,3	3,7	4,3	3,7
France (contribution)	11,6	7,4	5,2	6,5	6,9	7,7	6,5	6,4	5,2	5,9	4,2
M2											
Zone euro (a)	8,5	9,3	10,0	8,9	10,5	10,2	11,2	11,0	10,0	10,4	10,7
France (contribution)	8,1	8,4	13,5	8,4	11,6	12,2	13,1	14,0	13,5	14,1	14,7
M3											
Zone euro (a)	7,3	9,9	11,4	10,1	11,5	11,3	12,3	12,4	11,4	11,5	11,3
France (contribution)	8,5	10,7	15,3	10,6	12,0	13,3	13,9	15,6	15,3	14,8	14,6
Crédits au secteur privé											
Zone euro (a)	9,2	10,8	11,2	10,4	11,2	11,0	11,3	11,1	11,2	11,1	10,9
France (b)	9,3	12,7	14,6	11,8	14,9	15,6	14,4	14,8	14,6	14,3	13,8









(a) Données corrigées des effets saisonniers et calendaires
(b) Crédits consentis par les IFM résidant en France aux résidents de la zone euro hors IFM et hors administrations centrales.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 22 avril 2008*

Figure 12
Bilan de la Banque de France

(encours en fin de période en milliards d'euros)

	2005	2006	2007	2007	2007		2008	
	déc.	déc.	déc.	fév.	nov.	déc.	janv.	fév.
Actif								
Territoire national	34,2	31,7	101,6	32,4	76,2	101,6	94,9	98,0
Crédits	27,4	23,6	87,3	20,2	61,0	87,3	79,8	81,8
IFM	*27,1*	*23,3*	*87,1*	*19,9*	*60,8*	*87,1*	*79,6*	*81,6*
Administration centrale	*0,1*	*0,1*	*0,0*	*0,1*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Secteur privé	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*
Titres autres que des actions	6,8	8,1	14,3	12,2	15,3	14,3	15,1	16,2
IFM	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Administration centrale	*6,8*	*8,1*	*14,3*	*12,2*	*15,3*	*14,3*	*15,1*	*16,2*
Secteur privé	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Instruments du marché monétaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Actions et autres participations	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres États de la zone euro	20,4	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1
Reste du monde	22,8	37,7	35,5	35,6	40,3	35,5	39,2	33,2
Avoirs en or	39,5	42,2	47,6	43,7	44,5	47,6	51,5	53,0
Non ventilés par zones géographiques (a)	93,1	114,2	170,1	116,8	154,9	170,1	174,1	174,8
Total	**210,0**	**234,9**	**363,8**	**237,5**	**325,1**	**363,8**	**368,9**	**368,2**
Passif								
Dépôts – Territoire national	29,6	30,5	53,4	30,0	41,9	53,4	43,3	38,2
IFM	28,6	29,8	52,4	29,2	41,2	52,4	42,6	37,5
Administration centrale	0,3	0,0	0,3	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3
Autres secteurs (à vue)	0,8	0,8	0,7	0,7	0,4	0,7	0,3	0,3
Dépôts – Autres États de la zone euro	0,0	0,0	11,9	9,2	26,1	11,9	53,3	58,6
IFM	0,0	0,0	11,9	9,2	26,1	11,9	53,3	58,6
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts – reste du monde	8,2	16,1	20,3	17,1	25,5	20,3	21,7	19,5
Non ventilés par zone géographique	172,2	188,2	278,2	181,2	231,6	278,2	250,7	251,9
Billets et pièces en circulation (b)	110,2	122,3	131,1	117,2	125,2	131,1	125,8	126,1
Titres de créance émis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instruments du marché monétaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital et réserves	45,7	48,0	55,2	49,2	51,6	55,2	53,5	53,7
Autres	16,3	17,9	91,9	14,8	54,8	91,9	71,4	72,0
Total	**210,0**	**234,9**	**363,8**	**237,5**	**325,1**	**363,8**	**368,9**	**368,2**

(a) Y compris l'ajustement lié au nouveau mode de comptabilisation des billets au passif du bilan de la Banque de France depuis janvier 2002
(b) Depuis janvier 2002, les billets en circulation font l'objet d'un traitement statistique qui prend en compte les conventions comptables adoptées au niveau de la zone euro. Les billets en euros en circulation sont désormais émis légalement à hauteur de 8 % par la Banque centrale européenne, le solde étant réparti entre les différents pays de la zone au prorata de la part détenue par chaque banque centrale nationale dans le capital de la BCE.

Source : Banque de France *Réalisé le 22 avril 2008*

Figure 13
Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France – France

(encours en fin de période en milliards d'euros)

	2005	2006	2007	2007	2007		2008	
	déc.	déc.	déc.	fév.	nov.	déc.	janv.	fév.
Actif								
Territoire national	3 291,8	3 593,1	4 110,5	3 682,1	4 096,1	4 110,5	4 158,0	4 174,5
Crédits	2 523,4	2 745,1	3 196,0	2 808,4	3 160,1	3 196,0	3 216,6	3 206,9
IFM	*996,3*	*1 062,0*	*1 298,4*	*1 092,7*	*1 274,1*	*1 298,4*	*1 291,9*	*1 275,7*
APU	*150,8*	*155,7*	*168,7*	*152,3*	*165,5*	*168,7*	*173,8*	*170,7*
Secteur privé	*1 376,4*	*1 527,4*	*1 728,9*	*1 563,4*	*1 720,5*	*1 728,9*	*1 751,0*	*1 760,5*
Titres autres que des actions	455,6	481,2	536,0	487,1	541,4	536,0	557,4	577,2
IFM ≤ 2 ans	*140,0*	*172,4*	*206,1*	*168,8*	*208,5*	*206,1*	*223,7*	*231,6*
IFM > 2 ans	*57,4*	*65,7*	*75,7*	*68,7*	*73,5*	*75,7*	*75,2*	*72,9*
APU	*168,6*	*152,7*	*150,4*	*159,3*	*155,2*	*150,4*	*151,5*	*154,4*
Secteur privé	*89,6*	*90,3*	*103,8*	*90,2*	*104,2*	*103,8*	*107,0*	*118,3*
Titres d'OPCVM monétaires	78,1	77,3	81,5	80,6	87,4	81,5	85,2	90,1
Actions et autres participations	234,6	289,5	297,0	305,9	307,2	297,0	298,8	300,3
Autres États de la zone euro	727,0	848,9	1 012,3	917,8	1 020,2	1 012,3	1 064,8	1 039,9
Reste du monde	850,2	963,4	1 005,7	1 041,4	1 091,4	1 005,7	1 095,1	1 106,3
Non ventilés par zones géographiques	602,9	766,8	920,9	808,2	1 004,9	920,9	1 015,6	1 020,9
Total	**5 471,9**	**6 172,3**	**7 049,3**	**6 449,5**	**7 212,6**	**7 049,3**	**7 333,5**	**7 341,6**
Passif								
Dépôts – Territoire national	2 242,3	2 302,6	2 641,2	2 330,2	2 594,1	2 641,2	2 660,5	2 667,9
IFM	1 011,3	1 055,4	1 299,7	1 100,5	1 287,8	1 299,7	1 328,3	1 315,9
Administration centrale	45,2	16,0	17,7	18,7	20,5	17,7	13,4	20,8
Autres secteurs	1 185,8	1 231,2	1 323,8	1 211,0	1 285,9	1 323,8	1 318,8	1 331,2
Dépôts à vue	*395,3*	*419,1*	*441,0*	*390,0*	*415,3*	*441,0*	*422,2*	*414,9*
Dépôts à terme ≤ 2 ans	*53,4*	*64,2*	*127,7*	*70,5*	*122,6*	*127,7*	*131,7*	*147,7*
Dépôts à terme > 2 ans	*307,1*	*297,3*	*277,5*	*289,4*	*274,2*	*277,5*	*275,4*	*272,7*
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	*392,6*	*416,7*	*437,7*	*423,7*	*427,5*	*437,7*	*444,7*	*446,4*
Pensions	*37,4*	*33,9*	*39,9*	*37,3*	*46,2*	*39,9*	*44,8*	*49,5*
Dépôts – Autres États de la zone euro	271,1	327,5	398,7	350,9	414,7	398,7	452,0	438,6
IFM	226,4	265,8	299,1	283,6	301,4	299,1	346,5	333,6
Autres secteurs	44,7	61,7	99,6	67,3	113,2	99,6	105,5	104,9
Dépôts – reste du monde	757,2	933,3	1 084,7	1 052,2	1 151,6	1 084,7	1 140,6	1 125,8
Non ventilés par zones géographiques	2 201,3	2 608,9	2 924,8	2 716,2	3 052,2	2 924,8	3 080,4	3 109,4
Titres de créance émis ≤ 2 ans	*271,3*	*335,6*	*447,3*	*341,6*	*433,9*	*447,3*	*459,6*	*455,6*
Titres de créance émis > 2 ans	*458,6*	*531,2*	*602,7*	*544,8*	*602,2*	*602,7*	*601,2*	*599,3*
Titres d'OPCVM monétaires	387,8	429,6	428,5	454,1	460,7	428,5	458,2	473,1
Capital et réserves	318,7	367,9	391,9	369,2	389,9	391,9	390,2	392,6
Autres	765,0	944,6	1 054,5	1 006,6	1 165,5	1 054,5	1 171,2	1 188,9
Total	**5 471,9**	**6 172,3**	**7 049,3**	**6 449,5**	**7 212,6**	**7 049,3**	**7 333,5**	**7 341,6**

NB : depuis juillet 2003, les opérations financières de La Poste sont recensées dans le bilan des institutions financières monétaires. Il en résulte notamment un accroissement, à l'actif, du poste « Actions et autres participations » et, au passif, des postes « Dépôts à vue » et « Capital et réserves ».

Source : Banque de France *Réalisé le 22 avril 2008*

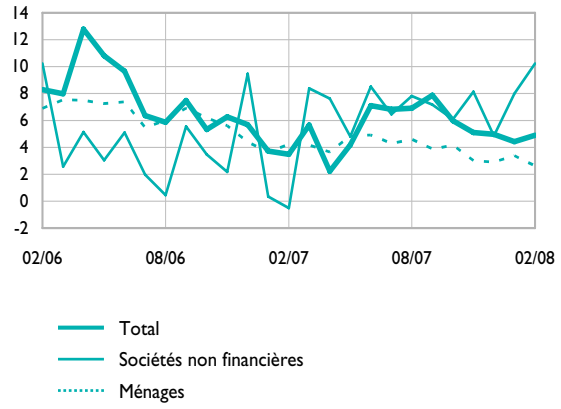
Figure 14
Dépôts – France

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance en %)

	2005	2006	2007	2007	2007		2008	
	déc.	déc.	déc.	fév.	nov.	déc.	janv.	fév.
Dépôts à vue								
Total ANF (hors administrations centrales)	425,6	448,0	462,2	414,0	429,4	462,2	434,4	427,8
Ménages et assimilés	*230,1*	*240,0*	*246,8*	*230,2*	*235,9*	*246,8*	*241,6*	*236,1*
Sociétés non financières	*139,9*	*151,9*	*158,4*	*130,8*	*144,3*	*158,4*	*142,8*	*143,2*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*55,6*	*56,1*	*57,0*	*52,9*	*49,3*	*57,0*	*49,9*	*48,4*
Autres agents	22,6	25,4	33,5	26,1	32,4	33,5	34,4	32,4
Total – Encours	**448,1**	**473,4**	**495,7**	**440,1**	**461,8**	**495,7**	**468,8**	**460,2**
Total – Taux de croissance	**10,9**	**5,7**	**5,0**	**3,5**	**5,1**	**5,0**	**4,4**	**4,9**
Comptes sur livret								
Livrets A	112,1	115,4	120,4	115,8	116,5	120,4	122,4	123,6
Livrets bleus	16,9	18,3	20,3	18,6	19,6	20,3	20,9	21,3
Comptes épargne logement	39,1	38,4	38,1	38,2	37,4	38,1	38,4	38,1
Livrets de développement durable (ex-Codevi)	47,0	51,1	63,0	55,8	61,2	63,0	64,7	65,2
Livrets d'épargne populaire	56,8	58,2	60,6	58,0	59,3	60,6	60,3	60,7
Livrets jeunes	6,4	6,7	7,1	6,7	7,1	7,1	7,1	7,1
Livrets soumis à l'impôt	114,2	128,6	128,1	130,5	126,4	128,1	130,9	130,3
Total – Encours	**392,6**	**416,7**	**437,7**	**423,7**	**427,5**	**437,7**	**444,7**	**446,4**
Total – Taux de croissance	**4,0**	**6,2**	**5,0**	**6,1**	**4,7**	**5,0**	**4,9**	**5,3**

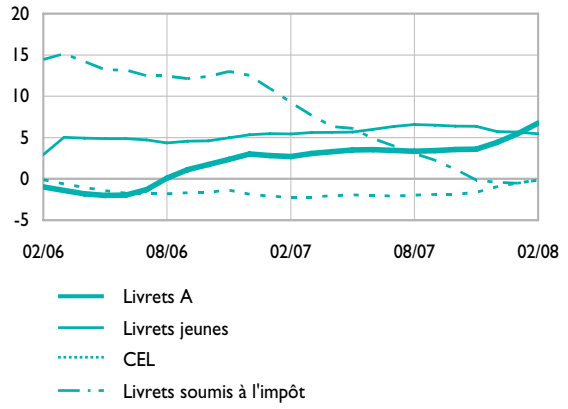
Dépôts à vue

(en taux de croissance annuel)



Comptes sur livret

(en taux de croissance annuel)



Source : Banque de France

Réalisé le 22 avril 2008

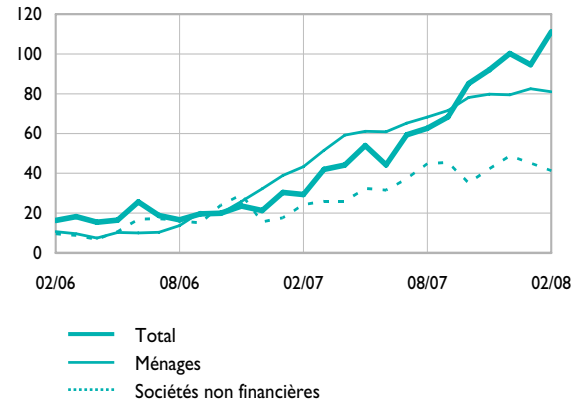
Figure 15
Dépôts à terme – France

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance en %)

	2005	2006	2007	2007	2007		2008	
	déc.	déc.	déc.	fév.	nov.	déc.	janv.	fév.
Dépôts à terme ≤ 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	47,6	58,0	93,9	63,8	92,3	93,9	98,0	101,1
Ménages et assimilés	*20,8*	*27,2*	*48,3*	*29,9*	*46,9*	*48,3*	*51,7*	*53,6*
Sociétés non financières	*26,5*	*30,4*	*44,8*	*33,3*	*44,6*	*44,8*	*45,5*	*46,7*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*0,3*	*0,5*	*0,7*	*0,6*	*0,7*	*0,7*	*0,7*	*0,8*
Autres agents	5,8	6,3	33,9	6,7	30,4	33,9	33,7	46,6
Total – Encours	**53,4**	**64,2**	**127,7**	**70,5**	**122,6**	**127,7**	**131,7**	**147,7**
Total – Taux de croissance	**16,1**	**21,3**	**100,2**	**29,3**	**92,0**	**100,2**	**94,6**	**111,2**
Dépôts à terme > 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	294,9	273,6	254,4	268,8	252,4	254,4	253,7	251,1
Ménages et assimilés	*281,4*	*260,1*	*244,9*	*255,2*	*241,6*	*244,9*	*244,1*	*241,4*
PEL	*225,6*	*206,1*	*190,1*	*201,2*	*186,7*	*190,1*	*188,6*	*185,9*
PEP	*39,0*	*35,0*	*32,4*	*34,4*	*31,9*	*32,4*	*32,4*	*32,0*
Autres	*16,8*	*19,1*	*22,4*	*19,7*	*22,9*	*22,4*	*23,1*	*23,5*
Sociétés non financières	*13,5*	*13,4*	*9,4*	*13,6*	*10,7*	*9,4*	*9,6*	*9,7*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*0,0*	*0,0*	*0,1*	*0,0*	*0,1*	*0,1*	*0,0*	*0,1*
Autres agents	12,1	23,7	23,0	20,6	21,9	23,0	21,6	21,6
Total – Encours	**307,1**	**297,3**	**277,5**	**289,4**	**274,2**	**277,5**	**275,4**	**272,7**
Total – Taux de croissance	**0,2**	**-4,7**	**-6,7**	**-4,9**	**-5,9**	**-6,7**	**-6,5**	**-5,7**

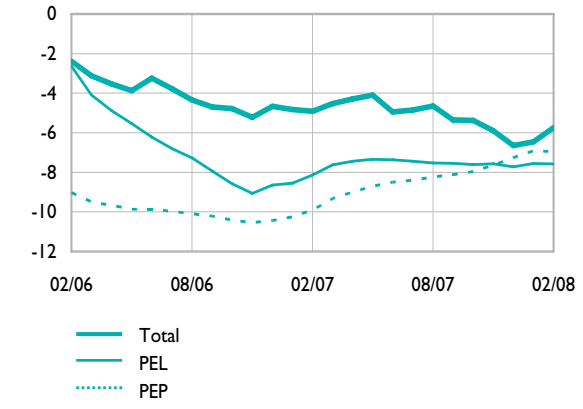
Dépôts ≤ 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Dépôts > 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 22 avril 2008

Figure 16
Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français – France

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance annuel en %)

	2005	2006	2007	2007	2007			2008	
	déc.	déc.	déc.	fév.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.
Crédits des institutions financières monétaires									
Secteur privé	1 376,6	1 527,6	1 729,1	1 563,6	1 702,9	1 720,7	1 729,1	1 751,2	1 760,6
Administrations publiques	150,9	155,8	168,7	152,4	167,1	165,5	168,7	173,8	170,7
Total – Encours	**1 527,5**	**1 683,4**	**1 897,8**	**1 716,0**	**1 870,0**	**1 886,2**	**1 897,8**	**1 925,0**	**1 931,4**
Secteur privé	8,9	11,7	13,8	10,5	13,4	14,1	13,8	13,7	13,2
Administrations publiques	7,8	3,3	8,4	6,5	10,9	10,0	8,4	13,5	12,1
Total – Taux de croissance	**8,8**	**10,9**	**13,3**	**10,2**	**13,2**	**13,7**	**13,3**	**13,7**	**13,1**
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières									
Investissement	229,9	250,7	279,0	254,9	273,1	274,9	279,0	281,4	284,8
Trésorerie	156,7	171,4	199,3	171,8	193,9	197,1	199,3	205,4	203,1
Autres objets	193,0	208,4	234,0	207,9	226,0	230,8	234,0	234,6	234,9
Total – Encours	**579,6**	**630,5**	**712,3**	**634,7**	**693,0**	**702,8**	**712,3**	**721,5**	**722,8**
Total – Taux de croissance	**7,2**	**10,0**	**13,6**	**8,8**	**12,4**	**13,2**	**13,6**	**14,2**	**14,5**
Crédits des établissements de crédit aux ménages									
Habitat	503,6	578,6	651,9	588,2	639,6	645,2	651,9	656,9	662,3
Trésorerie	128,0	134,7	141,5	132,2	138,5	139,5	141,5	140,4	140,0
Autres objets	81,4	79,4	83,2	81,5	83,9	83,2	83,2	83,4	84,4
Total – Encours	**712,9**	**792,7**	**876,6**	**802,0**	**862,0**	**868,0**	**876,6**	**880,7**	**886,7**
Total – Taux de croissance	**11,9**	**11,6**	**10,9**	**11,5**	**11,2**	**11,1**	**10,9**	**10,8**	**10,9**

Source : Banque de France *Réalisé le 22 avril 2008*

Figure 17
Crédits des établissements de crédit par agents et par objets de financement – France (a) et zone euro

(a) Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 22 avril 2008*

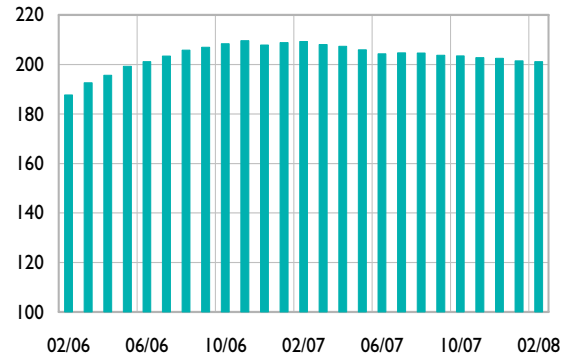
Figure 18
Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France

(hors découvert, en cumul sur 12 mois, montants en milliards d'euros)

	2006	2007		2007	2008	
	déc.	janv.	fév.	déc.	janv.	fév.
Ensemble des contrats nouveaux	**521,4**	**521,8**	**513,8**	**502,4**	**504,1**	**508,1**
Crédits aux ménages	**207,8**	**208,8**	**209,3**	**202,5**	**201,4**	**201,1**
Consommation (hors découvert)	53,2	53,8	54,0	56,3	56,5	56,8
Habitat d'une Pfit ≤ 1 an (a)	35,5	34,4	33,8	23,8	23,1	22,5
Habitat d'une Pfit > 1 an (a)	119,1	120,7	121,5	122,3	121,8	121,8
Crédits aux sociétés non financières	**313,6**	**313,0**	**304,5**	**299,9**	**302,7**	**306,9**
Crédits d'une Pfit ≤ 1 an (hors découvert) (a)	220,0	216,9	205,6	190,9	192,9	195,5
Crédits d'une Pfit > 1 an (a)	93,5	96,1	98,9	109,0	109,8	111,4

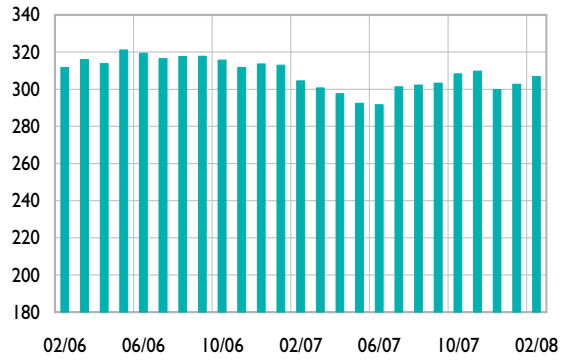
Ménages

(en milliards d'euros)



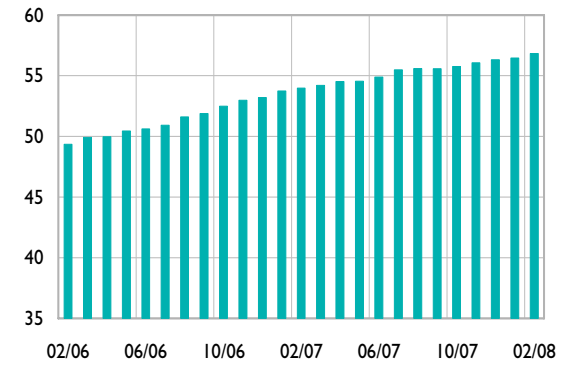
Sociétés

(en milliards d'euros)



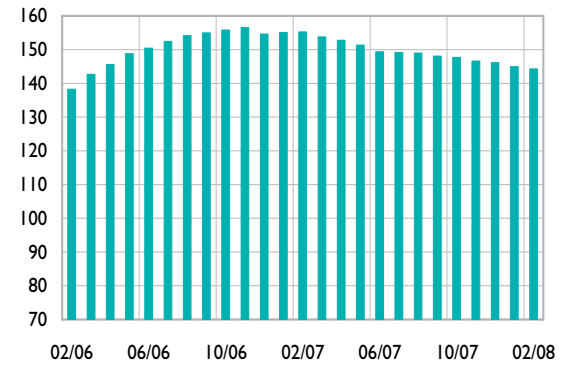
Consommation des ménages (hors découvert)

(en milliards d'euros)



Habitat des ménages

(en milliards d'euros)



Données révisées sur l'ensemble de la période
(a) Pfit : période de fixation initiale du taux. C'est la période sur laquelle le taux d'un crédit est fixe.
Pfit ≤ 1 an : crédits dont le taux est révisable au moins une fois par an + crédits à taux fixe de durée initiale ≤ 1 an
Pfit > 1 an : crédits à taux révisable selon une périodicité supérieure à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale > 1 an

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 22 avril 2008*

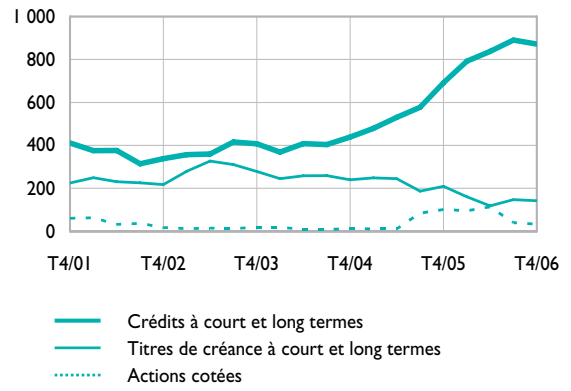
Figure 19
Financements et placements des agents non financiers – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2005	2006				2006	2006
	T4	T1	T2	T3	T4	T4	déc.
Financements							
Endettement	**924,6**	**989,4**	**977,2**	**1 056,5**	**1 025,1**	**227,4**	**16 371,6**
Crédits à court terme	91,7	118,3	124,2	158,8	148,8	34,4	1 801,6
Crédits à long terme	600,4	673,7	713,8	731,5	722,8	222,4	8 647,2
Titres de créance à court terme	-0,9	-7,3	-17,8	-8,7	4,0	-22,6	824,8
Titres de créance à long terme	209,6	168,1	136,2	156,4	137,7	-15,4	4 771,3
Dépôts reçus par les administrations publiques (a)	23,9	36,6	20,8	18,5	11,7	8,6	326,7
Émissions d'actions et fonds de pension							
Actions cotées	101,6	95,9	113,5	40,5	33,0	12,4	4 448,0
Réserves pour fonds de pension des SNF	12,6	12,8	12,3	12,2	12,3	3,3	326,1
Placements							
Dépôts et titres à court terme							
Monnaie fiduciaire	53,3	49,8	47,1	46,9	47,8	26,5	513,3
Dépôts à vue	230,2	182,3	174,6	164,2	163,8	118,8	2 721,1
Dépôts remboursables avec préavis	45,3	47,1	32,0	23,0	12,7	3,8	1 500,5
Dépôts à terme à moins de 2 ans	26,2	70,1	108,0	152,1	202,4	85,2	1 795,6
Dépôts des administrations centrales	10,9	5,4	-3,4	21,4	-16,2	-46,4	156,9
Dépôts auprès des non IFM	21,9	31,7	23,7	19,9	14,5	12,2	373,8
Titres de créance à court terme	-15,2	19,8	20,5	31,8	47,3	-6,1	163,4
Titres d'OPCVM monétaires	-1,2	-3,0	-4,5	1,8	2,4	-9,1	350,7
Pensions sur titres auprès des IFM	-8,2	2,1	7,1	16,1	17,7	4,0	97,9
Placements à moyen et long termes							
Dépôts à terme à plus de 2 ans	112,2	126,7	129,6	135,8	138,6	50,5	1 663,6
Titres de créance à moyen et long termes	44,0	52,9	62,8	92,4	110,8	32,6	1 848,1
Actions cotées	30,9	-15,0	15,7	32,0	0,9	-27,9	3 373,3
Assurance-vie et fonds de pension	324,1	329,7	314,5	303,9	282,8	71,5	5 050,1
Titres d'OPCVM non monétaires	91,4	68,8	47,1	-6,3	-25,8	-6,6	1 848,8

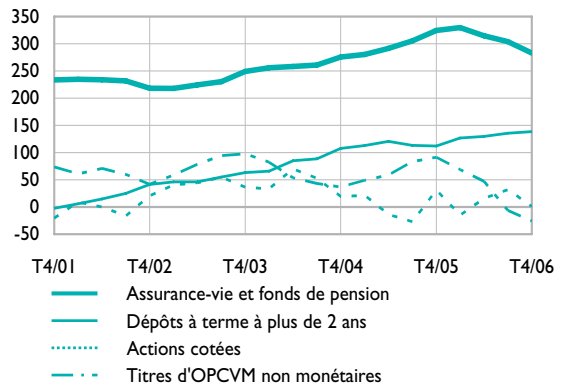
Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



(a) La série antérieurement disponible : « Dépôts reçus par les administrations centrales » est remplacée par une série plus large « Dépôts reçus par les administrations publiques ».

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 22 avril 2008*

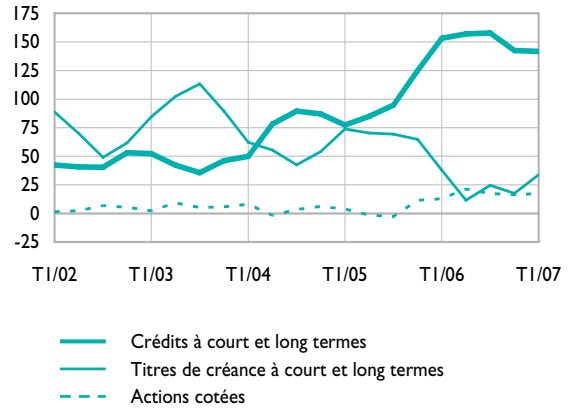
Figure 20
Financements et placements des agents non financiers – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2006				2007	2007	2007
	T1	T2	T3	T4	T1	T1	mars
Financements (a)							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	**238,8**	**226,6**	**229,6**	**215,0**	**231,9**	**83,1**	**3 056,7**
Crédits à court terme	21,8	19,8	21,4	7,8	14,2	9,8	235,3
Crédits à long terme	131,4	137,3	136,3	134,7	127,5	21,0	1 427,1
Crédits obtenus auprès des non-résidents	47,7	57,9	47,2	54,8	56,4	16,5	377,4
Titres de créance à court terme	-20,3	-26,3	-24,0	-28,4	-7,8	12,5	120,3
Titres de créance à long terme	58,3	37,8	48,6	46,1	41,6	23,4	1 224,0
Émissions d'actions et autres parts sociales	**78,9**	**93,6**	**88,2**	**99,4**	**107,7**	**30,1**	**4 660,2**
Actions cotées	12,9	21,3	17,4	16,4	17,6	1,8	1 434,7
Autres types de parts sociales	66,0	72,3	70,8	83,0	90,1	28,3	3 225,6
Placements							
Dépôts et titres à court terme	**110,2**	**65,0**	**80,4**	**70,5**	**75,2**	**38,9**	**1 371,7**
Monnaie fiduciaire	3,1	4,5	4,2	4,4	5,1	-1,0	43,4
Dépôts à vue	24,6	28,3	25,0	23,7	22,6	-23,5	424,4
Placements à vue	17,2	14,9	19,3	24,0	23,5	7,9	419,0
Dépôts à terme à moins de 2 ans	4,2	6,4	8,2	10,9	17,9	8,1	66,0
Dépôts des administrations centrales	13,7	-5,9	-7,8	-28,5	-28,7	6,2	22,2
Autres dépôts (à l'étranger …)	12,6	-10,4	-10,0	2,0	1,2	15,2	118,7
Titres de créance à court terme émis par les IFM	17,1	13,1	13,6	12,8	2,8	1,3	28,8
Titres d'OPCVM monétaires	12,9	8,7	17,7	13,1	26,5	22,6	241,6
Pensions sur titres auprès des IFM	-1,6	-0,6	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,8
Autres titres à court terme	6,4	6,0	10,6	8,2	4,4	2,3	6,8
Placements à moyen et long termes	**137,4**	**142,9**	**136,1**	**141,7**	**154,0**	**36,6**	**5 808,9**
Dépôts à terme à plus de 2 ans	-12,6	-16,5	-19,1	-21,4	-16,8	-6,9	266,7
Placements de type obligataire	16,0	13,3	1,3	5,7	6,1	3,1	173,1
Placements de type actions et autres participations	53,4	55,6	62,2	62,1	79,0	18,8	3 978,1
Assurance-vie et fonds de pension	87,7	91,0	90,3	88,8	84,2	26,1	1 152,2
Autres titres d'OPCVM non monétaires (b)	-7,0	-0,5	1,4	6,5	1,5	-4,5	238,7

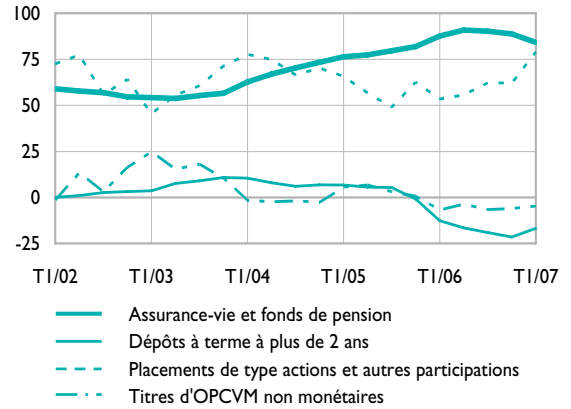
Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



(a) Compte tenu de son poids devenu très faible, la rubrique « Financement monétaire du Trésor public » n'est plus identifiée et ses composantes sont intégrées aux rubriques de crédit.
(b) Titres d'OPCVM des catégories suivantes : OPCVM diversifiés, OPCVM de fonds alternatifs, OPCVM garantis et fonds à formule

Source : Banque de France *Réalisé le 22 avril 2008*

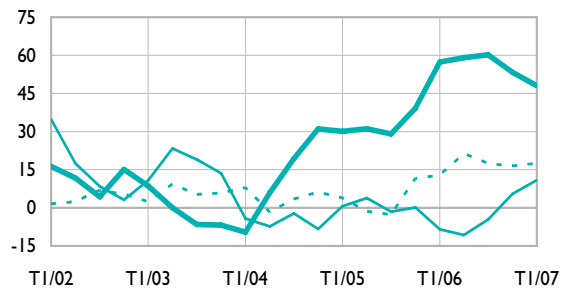
Figure 21
Financements et placements des sociétés non financières – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2006				2007	2007	2007
	T1	T2	T3	T4	T1	T1	mars
Financements des sociétés non financières							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	**96,6**	**106,2**	**102,7**	**113,5**	**115,3**	**29,2**	**964,2**
Crédits à court terme	10,9	10,3	13,2	8,6	9,1	1,6	163,8
Crédits à long terme	46,5	48,7	47,0	44,7	38,9	10,8	509,1
Crédits obtenus auprès des non-résidents	47,7	57,9	47,2	54,8	56,4	16,5	377,4
Titres de créance à court terme	-3,8	-5,6	-1,9	2,2	3,9	3,9	34,2
Titres de créance à long terme	-4,7	-5,1	-2,8	3,3	7,0	-3,6	261,5
Émissions d'actions et autres parts sociales	**78,9**	**93,6**	**88,2**	**99,4**	**107,7**	**30,1**	**4 660,2**
Actions cotées	12,9	21,3	17,4	16,4	17,6	1,8	1 434,7
Autres types de parts sociales	66,0	72,3	70,8	83,0	90,1	28,3	3 225,6
Placements des sociétés non financières							
Dépôts et titres à court terme	**32,0**	**29,9**	**42,7**	**42,8**	**43,8**	**7,6**	**383,5**
Monnaie fiduciaire	0,6	0,7	0,6	0,7	0,6	-0,2	6,7
Dépôts à vue	3,1	6,5	7,1	13,1	10,8	-13,0	138,9
Placements à vue	-1,0	-1,9	-1,4	-1,3	-1,3	-0,5	2,5
Dépôts à terme à moins de 2 ans	2,2	4,1	3,8	4,1	7,0	3,5	33,9
Autres dépôts (à l'étranger …)	-0,3	-0,5	-0,5	-0,3	0,0	0,1	0,9
Titres de créance à court terme émis par les IFM	16,3	12,2	12,3	11,6	2,2	1,1	21,9
Titres d'OPCVM monétaires	11,7	8,7	15,8	11,1	21,7	17,0	176,0
Pensions sur titres auprès des IFM	-1,6	-0,6	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,8
Autres titres à court terme	0,9	0,6	5,3	3,9	2,7	-0,3	2,0
Placements à moyen et long termes	**48,2**	**54,3**	**52,5**	**65,0**	**67,0**	**12,7**	**2 963,6**
Dépôts à terme à plus de 2 ans	-0,5	0,9	1,1	0,1	0,6	0,2	13,7
Placements de type obligataire	7,6	2,7	-3,7	0,8	3,5	1,0	56,9
Placements de type actions et autres participations	46,8	54,4	60,2	68,1	68,5	13,2	2 859,3
Autres titres d'OPCVM non monétaires (a)	-5,8	-3,7	-5,1	-4,0	-5,7	-1,8	33,8

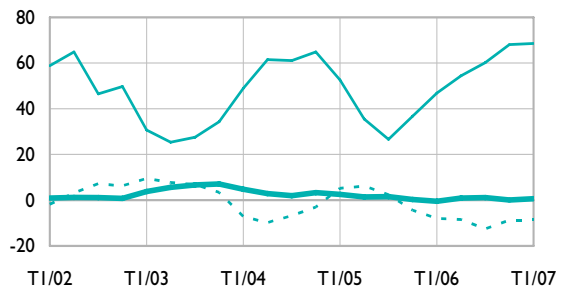
Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



(a) Titres d'OPCVM des catégories suivantes : OPCVM diversifiés, OPCVM de fonds alternatifs, OPCVM garantis et fonds à formule

Source : Banque de France *Réalisé le 22 avril 2008*

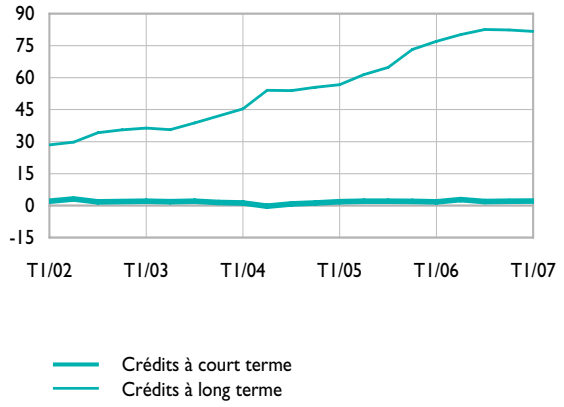
Figure 22
Financements et placements des ménages – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2006				2007	2007	2007
	T1	T2	T3	T4	T1	T1	mars
Financements des ménages							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	**78,9**	**83,0**	**84,5**	**84,4**	**83,8**	**16,4**	**830,8**
Crédits à court terme	1,8	2,8	1,9	2,1	2,1	-0,1	41,2
Crédits à long terme	77,1	80,2	82,6	82,4	81,7	16,5	789,7
Placements des ménages							
Dépôts et titres à court terme	**51,3**	**27,8**	**35,7**	**50,3**	**54,8**	**26,4**	**891,9**
Monnaie fiduciaire	2,5	3,8	3,6	3,7	4,5	-0,8	36,7
Dépôts à vue	15,8	16,0	15,2	10,1	9,4	-6,2	233,7
Placements à vue	18,1	16,9	20,7	25,4	24,9	8,5	416,4
Dépôts à terme à moins de 2 ans	1,9	2,0	4,2	6,6	10,8	4,4	31,5
Autres dépôts (à l'étranger …)	12,8	-9,9	-9,5	2,3	1,2	15,1	117,8
Titres de créance à court terme émis par les IFM	0,8	0,6	0,9	0,8	0,1	0,0	4,6
Titres d'OPCVM monétaires	-0,5	-1,7	0,7	1,2	4,0	5,4	51,2
Autres titres à court terme	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Placements à moyen et long termes	**94,5**	**92,4**	**86,2**	**80,2**	**81,1**	**23,5**	**2 447,1**
Dépôts à terme à plus de 2 ans	-12,1	-17,3	-20,2	-21,5	-17,5	-7,1	253,0
Placements de type obligataire	-3,0	-3,2	-3,6	-2,6	-2,6	-1,0	67,9
Placements de type actions et autres participations	22,3	18,7	13,7	9,2	10,6	5,3	791,6
Assurance-vie et fonds de pension	87,7	91,0	90,3	88,8	84,2	26,1	1 152,2
Autres titres d'OPCVM non monétaires (a)	-0,3	3,3	6,2	6,4	6,4	0,1	182,4

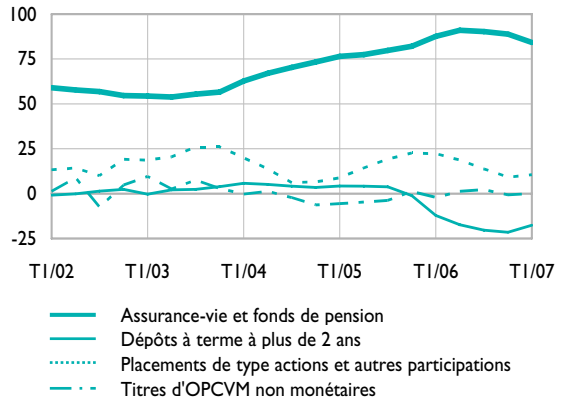
Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



(a) Titres d'OPCVM des catégories suivantes : OPCVM diversifiés, OPCVM de fonds alternatifs, OPCVM garantis et fonds à formule

Source : Banque de France *Réalisé le 22 avril 2008*

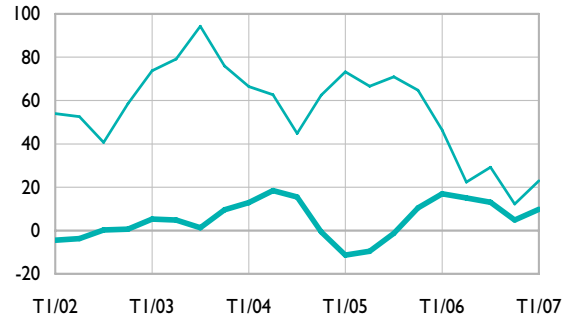
Figure 23
Financements et placements des administrations publiques – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2006				2007	2007	2007
	T1	T2	T3	T4	T1	T1	mars
Financements des administrations publiques (a)							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	**63,4**	**37,3**	**42,4**	**17,1**	**32,8**	**37,6**	**1 261,6**
Crédits à court terme	9,2	6,7	6,4	-2,8	2,9	8,3	30,4
Crédits à long terme	7,8	8,3	6,7	7,7	6,9	-6,3	128,3
Titres de créance à court terme	-16,5	-20,6	-22,1	-30,6	-11,7	8,6	86,1
Titres de créance à long terme	62,9	43,0	51,4	42,8	34,6	27,0	962,5
Placements des administrations publiques							
Dépôts et titres à court terme	**26,9**	**7,2**	**2,0**	**-22,5**	**-23,3**	**4,8**	**96,2**
Monnaie fiduciaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts à vue	5,8	5,7	2,7	0,5	2,5	-4,3	51,8
Placements à vue	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,2
Dépôts à terme à moins de 2 ans	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,6
Dépôts des administrations centrales	13,7	-5,9	-7,8	-28,5	-28,7	6,2	22,2
Autres dépôts (à l'étranger …)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Titres de créance à court terme émis par les IFM	0,0	0,3	0,3	0,3	0,5	0,2	2,2
Titres d'OPCVM monétaires	1,7	1,6	1,2	0,8	0,8	0,1	14,4
Autres titres à court terme	5,5	5,4	5,4	4,4	1,7	2,6	4,8
Placements à moyen et long termes	**-5,2**	**-3,8**	**-2,5**	**-3,5**	**5,9**	**0,4**	**398,2**
Dépôts à terme à plus de 2 ans	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Placements de type obligataire	11,4	13,8	8,7	7,4	5,3	3,1	48,4
Placements de type actions et autres participations	-15,7	-17,5	-11,6	-15,1	-0,1	0,2	327,2
Autres titres d'OPCVM non monétaires (b)	-0,9	-0,1	0,4	4,2	0,8	-2,9	22,5

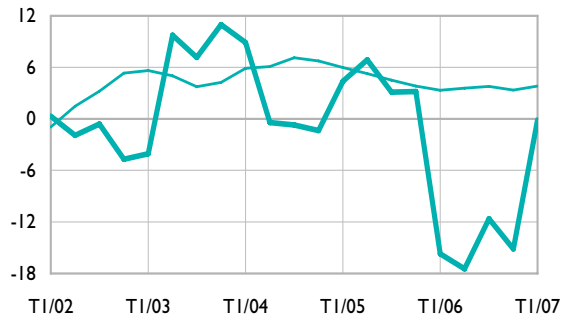
Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



(a) Compte tenu de son poids devenu très faible, la rubrique « Financement monétaire du Trésor public » n'est plus identifiée et ses composantes sont intégrées aux rubriques de crédit.
(b) Titres d'OPCVM des catégories suivantes : OPCVM diversifiés, OPCVM de fonds alternatifs, OPCVM garantis et fonds à formule

Source : Banque de France *Réalisé le 22 avril 2008*

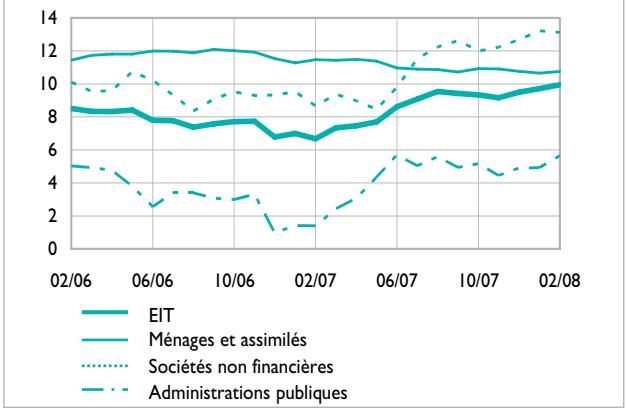
Figure 24
Endettement Intérieur Total (EIT), répartition par instruments – France

(taux de croissance en % et encours fin de période en milliards d'euros)

	Taux de croissance annuel						Encours
	2004	2005	2006	2007	2008		2008
	déc.	déc.	déc.	déc.	janv.	fév.	fév.
Endettement Intérieur Total	**6,7**	**8,3**	**6,8**	**9,5**	**9,7**	**9,9**	**3 617,7**
Ménages et assimilés (a)	9,4	11,4	11,5	10,8	10,7	10,8	909,9
≤ 1 an	*3,5*	*5,3*	*5,2*	*-1,3*	*-1,9*	*-2,7*	*39,9*
> 1 an	*9,8*	*11,8*	*11,9*	*11,4*	*11,3*	*11,5*	*870,0*
Sociétés non financières	4,7	8,1	9,3	12,7	13,2	13,1	1 498,2
≤ 1 an	*8,7*	*11,9*	*11,8*	*16,7*	*16,7*	*17,1*	*604,1*
> 1 an	*2,5*	*5,8*	*7,8*	*10,1*	*11,0*	*10,6*	*894,1*
Administrations publiques	7,1	6,5	1,0	4,9	4,9	5,7	1 209,7
≤ 1 an	*1,2*	*-3,4*	*-21,5*	*21,0*	*18,7*	*24,3*	*141,3*
> 1 an	*8,2*	*8,1*	*4,2*	*3,2*	*3,4*	*3,6*	*1 068,3*
Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)	**6,8**	**9,1**	**9,7**	**11,4**	**12,0**	**12,1**	**1 833,6**
Ménages et assimilés (a)	9,4	11,4	11,5	10,8	10,7	10,8	909,9
≤ 1 an	*3,5*	*5,3*	*5,2*	*-1,3*	*-1,9*	*-2,7*	*39,9*
> 1 an	*9,8*	*11,8*	*11,9*	*11,4*	*11,3*	*11,5*	*870,0*
Sociétés non financières	5,7	6,9	9,2	12,9	13,5	13,9	752,6
≤ 1 an	*4,5*	*5,0*	*8,2*	*10,1*	*10,4*	*12,8*	*178,6*
> 1 an	*6,1*	*7,5*	*9,5*	*13,9*	*14,5*	*14,2*	*573,9*
Administrations publiques	-0,5	7,4	3,3	7,9	13,1	11,7	171,1
≤ 1 an	*-9,6*	*10,0*	*-11,4*	*31,5*	*19,4*	*7,7*	*29,1*
> 1 an	*1,4*	*6,9*	*6,1*	*4,0*	*11,9*	*12,5*	*142,1*
Crédits obtenus auprès des non-résidents (c)	**10,1**	**17,0**	**16,3**	**21,5**	**22,0**	**20,5**	**472,1**
Financements de marché	**5,7**	**5,1**	**0,7**	**3,4**	**2,9**	**3,9**	**1 312,0**
Sociétés non financières	-2,7	0,8	2,0	-0,2	0,8	1,6	286,0
≤ 1 an	*1,0*	*14,3*	*7,7*	*-12,5*	*-7,6*	*0,9*	*31,4*
> 1 an	*-3,1*	*-0,4*	*1,3*	*1,3*	*1,8*	*1,7*	*254,6*
Administrations publiques	8,7	6,4	0,3	4,5	3,5	4,6	1 026,0
≤ 1 an	*4,7*	*-6,7*	*-28,3*	*21,0*	*18,6*	*30,5*	*99,7*
> 1 an	*9,3*	*8,3*	*4,0*	*3,0*	*2,2*	*2,4*	*926,3*

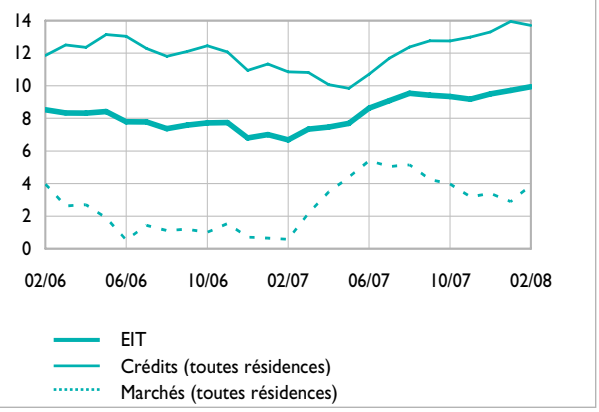
EIT – Répartition par agents

(taux de croissance annuel, en %)



EIT – Répartition par nature de financement

(taux de croissance annuel, en %)



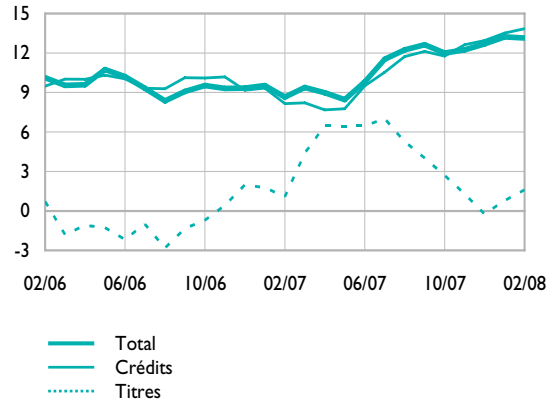
(a) Ménages + institutions sans but lucratif au service des ménages
(b) Institutions financières : institutions financières monétaires + autres intermédiaires financiers
(c) Prêts entre unités n'appartenant pas au même groupe + prêts obtenus dans le cadre d'investissements directs + crédits commerciaux + dépôts des non-résidents auprès du Trésor public.

Source : Banque de France *Réalisé le 22 avril 2008*

Figure 25
Endettement Intérieur Total (EIT) – France

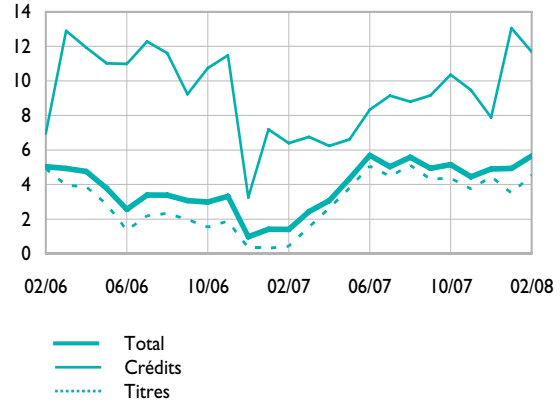
Endettement des sociétés non financières

(taux de croissance annuel, en %)



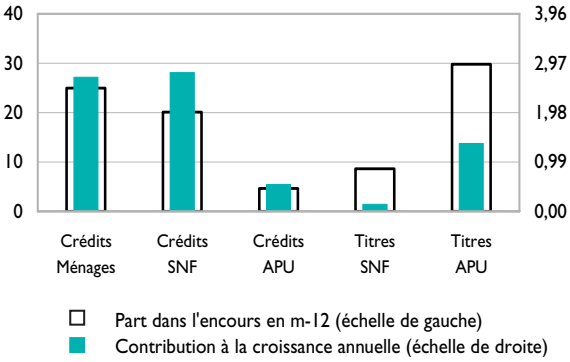
Endettement des administrations publiques

(taux de croissance annuel, en %)



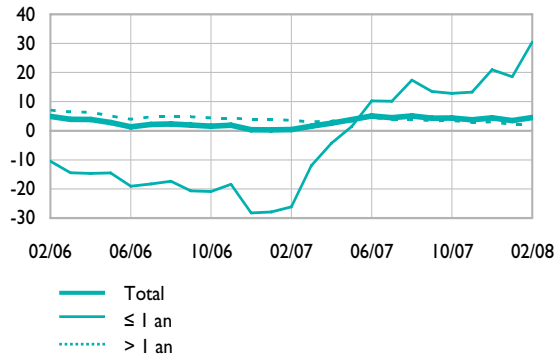
Contributions à la croissance annuelle de l'EIT
Crédits et titres (a)

(données brutes, en %, à février 2008)



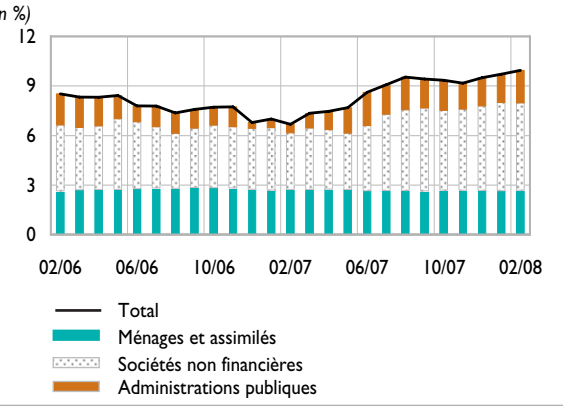
Endettement des administrations publiques via les marchés

(taux de croissance annuel, en %)



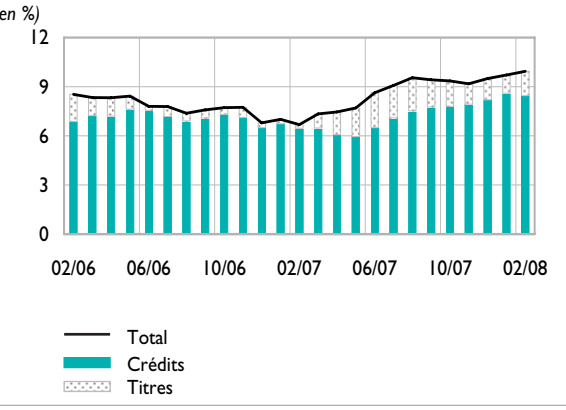
Contributions au taux de croissance annuel de l'encours – Ventilation par agents

(en %)



Contributions au taux de croissance annuel de l'encours – Ventilation par nature de financement

(en %)



(a) Hors crédits obtenus auprès des non-résidents

Source : Banque de France

Réalisé le 22 avril 2008

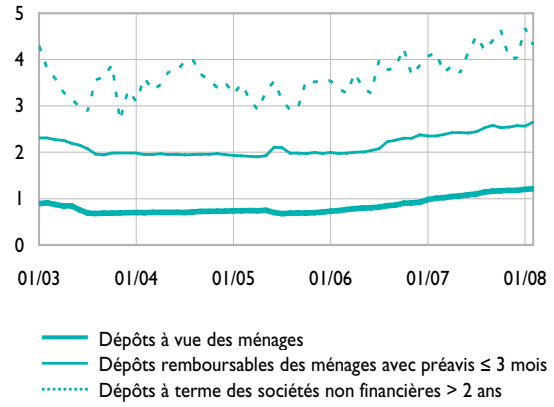
Figure 26
Rémunération des dépôts – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2006	2007	2007	2007			2008	
	déc.	déc.	fév.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.
Zone euro								
Dépôts à vue des ménages	0,92	1,18	1,00	1,17	1,18	1,18	1,20	1,21
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	2,38	2,57	2,35	2,53	2,54	2,57	2,57	2,65
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	3,87	4,03	4,15	4,63	4,04	4,03	4,68	4,32
France								
Livret A (fin de période)	2,75	3,00	2,75	3,00	3,00	3,00	3,00	3,50
Livrets à taux réglementés	2,82	3,07	2,82	3,07	3,07	3,07	3,07	3,49
Livrets à taux de marché	2,70	2,94	2,68	2,93	2,96	2,94	2,98	3,22
Dépôts à terme ≤ 2 ans	3,38	4,11	3,54	4,08	4,03	4,11	4,06	3,95
Dépôts à terme > 2 ans	3,52	3,54	3,51	3,60	3,56	3,54	3,51	3,63

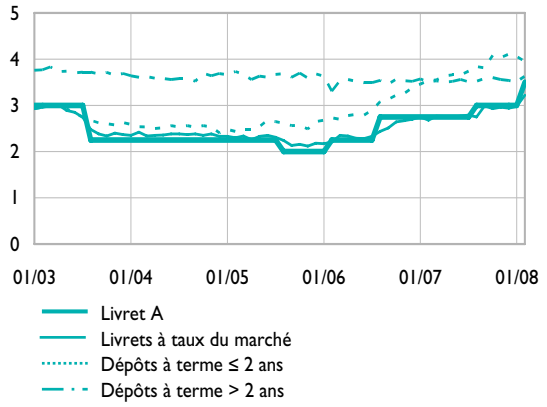
Zone euro

(taux mensuels moyens en %)



France

(taux mensuels moyens en %)



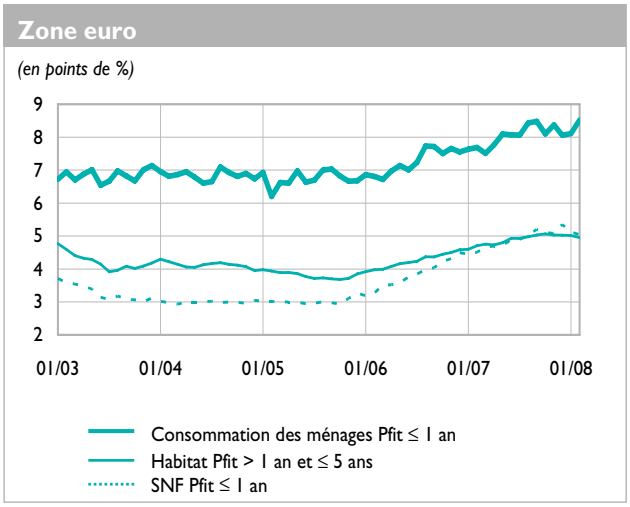
Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

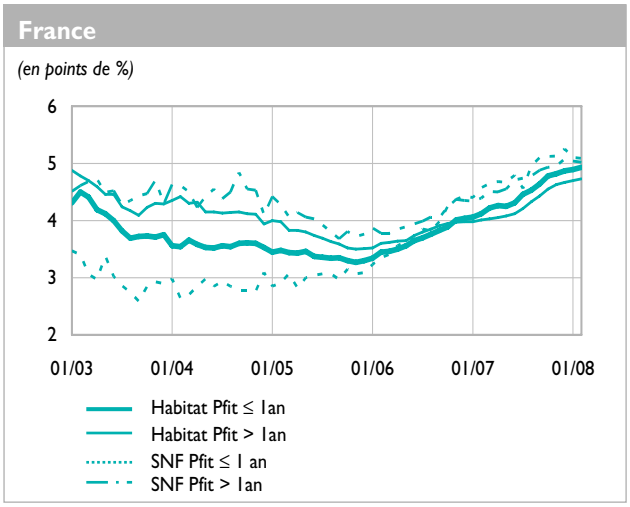
Réalisé le 22 avril 2008

Figure 27
Coût du crédit – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2007										2008	
	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.
Zone euro												
Consommation des ménages												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an (a)	7,51	7,77	8,10	8,07	8,06	8,43	8,48	8,10	8,38	8,05	8,11	8,52
Habitat												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans (a)	4,76	4,73	4,80	4,93	4,93	4,98	5,04	5,07	5,03	5,03	5,02	4,96
SNF > à EUR 1 million												
Pfit ≤ 1 an (a)	4,66	4,70	4,72	4,89	4,90	5,01	5,20	5,11	5,08	5,35	5,12	5,04
France												
Consommation des ménages	**6,55**	**6,49**	**6,53**	**6,55**	**6,62**	**6,90**	**6,93**	**6,95**	**7,03**	**6,98**	**7,15**	**7,17**
Habitat												
Pfit ≤ 1 an (a)	4,22	4,26	4,25	4,31	4,46	4,53	4,64	4,78	4,82	4,87	4,89	4,93
Pfit > 1 an (a)	4,03	4,05	4,08	4,12	4,21	4,33	4,43	4,55	4,63	4,67	4,70	4,73
SNF												
Pfit ≤ 1 an (a)	4,65	4,68	4,67	4,79	4,56	4,95	5,10	5,12	5,13	5,25	5,10	5,09
Pfit > 1 an (a)	4,51	4,50	4,55	4,71	4,74	4,78	4,88	4,93	4,95	5,08	5,04	5,02





(a) Pfit : période de fixation initiale du taux. C'est la période pendant laquelle le taux d'un contrat est fixe. Elle égale la durée du crédit lorsque le taux est fixe.
Pfit ≤ un an : crédits dont le taux est révisable au moins une fois par an + crédits dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an.
Pfit > un an : crédits à taux révisable selon une périodicité sup. à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale sup. à un an

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 22 avril 2008*

Figure 28
Coût du crédit – France

(en %)

	2007				2008
	T1	T2	T3	T4	T1
Crédit aux particuliers - Taux effectif global moyen					
Prêts de trésorerie					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	14,44	14,89	14,85	15,12	15,36
Prêts personnels > 1 524 €	6,54	6,70	6,78	7,04	7,20
Prêts immobiliers					
Prêts à taux fixe	4,70	4,81	4,97	5,34	5,44
Prêts à taux variable	4,68	4,90	5,04	5,29	5,37

Seuils applicables à partir du 1er jour de la période indiquée	2007			2008	
	avril	juil.	oct.	janv.	avril
Crédit aux particuliers - Taux de l'usure					
Prêts de trésorerie					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	19,25	19,85	19,80	20,16	20,48
Prêts de trésorerie, prêts personnels > 1 524 €	8,72	8,93	9,04	9,39	9,60
Prêts immobiliers					
Prêts à taux fixe	6,27	6,41	6,63	7,12	7,25
Prêts à taux variable	6,24	6,53	6,72	7,05	7,16

	2006	2007			
	T4	T1	T2	T3	T4
Crédit aux entreprises					
Escompte					
≤ 15 245 €	5,07	5,39	5,85	6,03	5,88
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	5,49	5,93	6,20	6,57	6,54
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	5,35	5,63	5,88	6,31	6,40
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,94	5,20	5,43	5,71	5,85
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	4,46	4,72	4,97	5,14	5,42
> 1 524 490 €	3,82	4,18	4,63	4,85	4,79
Découvert					
≤ 15 245 €	10,12	10,15	9,29	9,53	9,90
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	7,81	7,98	7,63	7,85	8,24
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	6,25	6,58	6,52	7,04	7,19
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	5,49	5,75	5,73	5,93	6,23
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	4,71	5,15	5,09	5,31	5,56
> 1 524 490 €	4,36	4,42	4,96	5,10	5,03
Autres crédits à court terme					
≤ 15 245 €	4,86	4,97	5,11	5,38	5,70
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,94	5,13	5,20	5,53	5,92
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	5,08	5,12	5,38	5,96	6,11
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,80	5,07	5,30	5,58	5,81
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	4,48	4,79	4,95	5,29	5,52
> 1 524 490 €	4,03	4,36	4,60	4,84	5,07
Crédits à moyen et long termes					
≤ 15 245 €	4,43	4,47	4,65	4,89	5,03
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,32	4,40	4,56	4,77	5,00
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,20	4,29	4,43	4,64	4,90
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,14	4,23	4,35	4,55	4,78
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	4,15	4,26	4,37	4,61	4,80
> 1 524 490 €	4,33	4,55	4,73	5,00	5,13

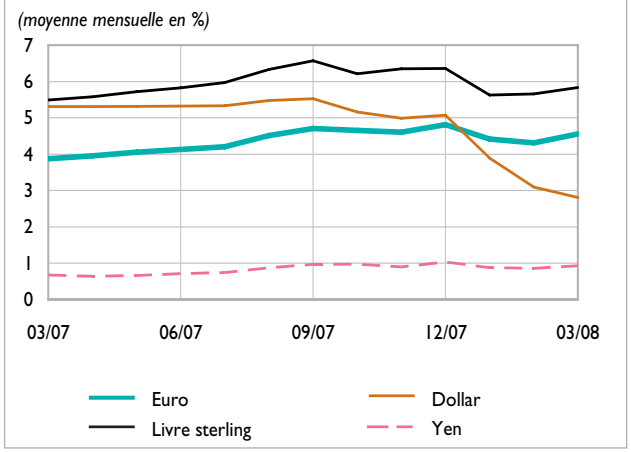
Source : Banque de France *Réalisé le 22 avril 2008*

Figure 29
Taux d'intérêt

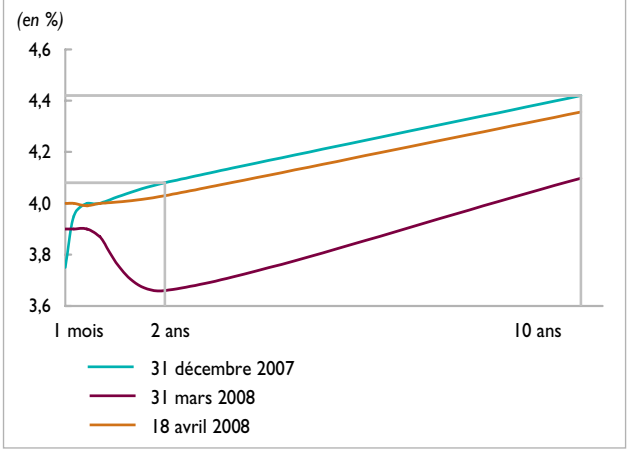
(en %)

	Moyenne mensuelle (a)										Taux directeurs au 18/04/08
	2007							2008			
	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	
Taux d'intérêt interbancaires à court terme											
Euro											**4,00**
Au jour le jour	3,95	4,06	4,04	4,00	3,95	4,01	3,84	3,98	4,01	4,08	
À 3 mois	4,13	4,21	4,51	4,71	4,65	4,61	4,81	4,42	4,31	4,56	
À 1an	4,49	4,55	4,63	4,68	4,61	4,55	4,74	4,43	4,29	4,55	
Livre sterling											**5,00**
Au jour le jour	5,60	5,87	5,97	5,88	5,80	5,81	5,62	5,53	5,36	5,34	
À 3 mois	5,82	5,97	6,33	6,57	6,21	6,35	6,36	5,63	5,66	5,83	
À 1an	6,20	6,29	6,42	6,40	6,10	5,97	5,91	5,41	5,43	5,66	
Dollar											**2,25**
Au jour le jour	5,28	5,30	5,35	5,14	4,83	4,64	4,45	4,01	3,10	2,97	
À 3 mois	5,33	5,33	5,48	5,53	5,16	4,99	5,07	3,89	3,09	2,81	
À 1an	5,41	5,36	5,19	5,06	4,91	4,54	4,47	3,50	3,00	2,75	
Yen											**0,75**
Au jour le jour	0,54	0,55	0,55	0,65	0,62	0,62	0,58	0,56	0,51	0,53	
À 3 mois	0,71	0,74	0,87	0,97	0,97	0,89	1,03	0,88	0,86	0,93	
À 1an	0,96	0,98	1,07	1,14	1,12	1,04	1,08	0,98	1,08	1,15	
Taux des emprunts phares à 10 ans											
France	4,62	4,58	4,39	4,36	4,40	4,23	4,35	4,15	4,08	4,02	
Allemagne	4,58	4,51	4,31	4,24	4,30	4,11	4,26	4,04	3,96	3,81	
Zone euro	4,66	4,63	4,43	4,37	4,40	4,25	4,38	4,23	4,14	4,07	
Royaume-Uni	5,42	5,41	5,14	4,99	5,00	4,74	4,71	4,50	4,62	4,38	
États-Unis	5,17	5,07	4,73	4,57	4,58	4,21	4,13	3,76	3,76	3,52	
Japon	1,89	1,89	1,65	1,61	1,66	1,51	1,53	1,43	1,45	1,30	

Taux du marché interbancaire à 3 mois



Courbe des rendements des titres d'État – France



(a) Court terme : moyenne des taux interbancaires du milieu de fourchette entre les taux offerts et demandés, extraits des cotations affichées par Reuters, à 16h30 pour l'euro, et à 11h30 pour les autres devises
Emprunts phares : taux affichés par Reuters à 16h30

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 22 avril 2008*

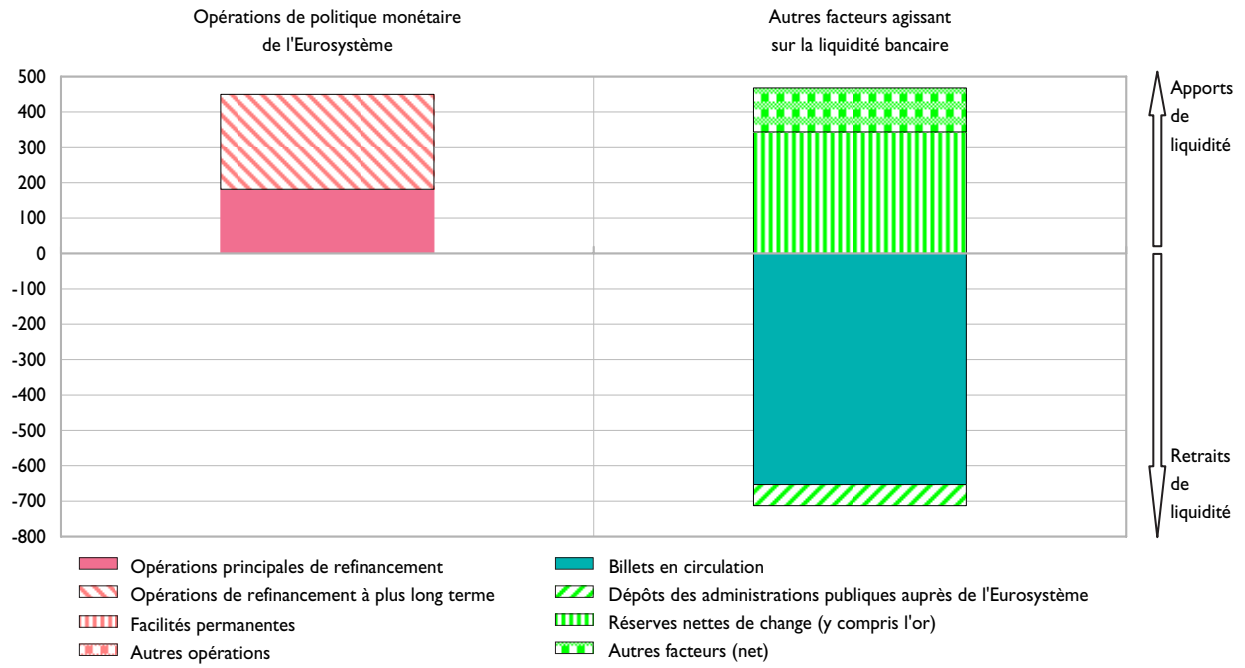
Figure 30
Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro

(En milliards d'euros, en moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 13/02/2008 au 11/03/2008)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
Contribution à la liquidité du système bancaire			
(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	**450,2**	**-0,3**	**450,4**
Opération principale de refinancement	181,3		181,3
Opération de refinancement à plus long terme	268,5		268,5
Facilités permanentes	0,1	-0,3	0,4
Autres opérations	0,3	0,0	0,3
(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire	**467,7**	**712,8**	**-245,1**
Billets en circulation		653,2	-653,2
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		59,7	-59,7
Réserves nettes de change (y compris l'or)	343,3		343,3
Autres facteurs (net)	124,4		124,4
(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)			**205,3**
dont réserves obligatoires			*204,6*

Contribution nette à la liquidité du système bancaire

(En milliards d'euros, en moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 13/02/2008 au 11/03/2008)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 22 avril 2008*

Figure 31
Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires

(en %)

Taux directeurs de l'Eurosystème (dernières dates de modification)						
Opération principale de refinancement			Facilité permanente			
Date de		Taux de soumission minimal	Date de		Dépôt	Prêt marginal
décision	valeur		décision	valeur		
07/12/06	13/12/06	3,50	07/12/06	13/12/06	2,50	4,50
08/03/07	14/03/07	3,75	08/03/07	14/03/07	2,75	4,75
06/06/07	13/06/07	4,00	06/06/07	13/06/07	3,00	5,00

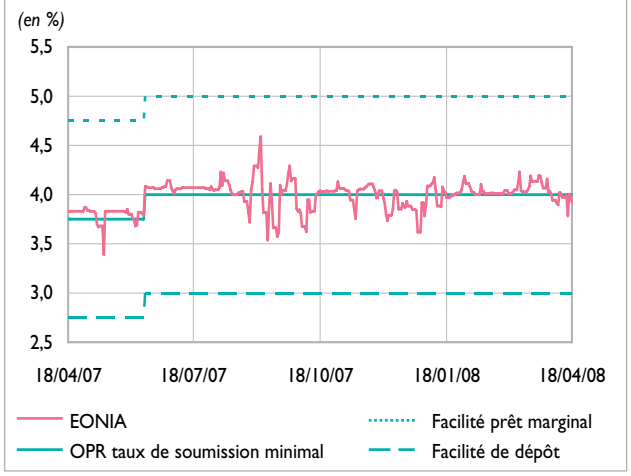
(en %)

Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme		
		Taux marginal	Taux moyen pondéré			Taux marginal
2008	12 mars	4,12	4,16	2008	31 janvier	4,21
	19 mars	4,16	4,20		21 février	4,15
	26 mars	4,23	4,28		28 février	4,16
	2 avril	4,21	4,25		13 mars	4,25
	9 avril	4,23	4,24		27 mars	4,44
	16 avril	4,21	4,26		3 avril	4,55

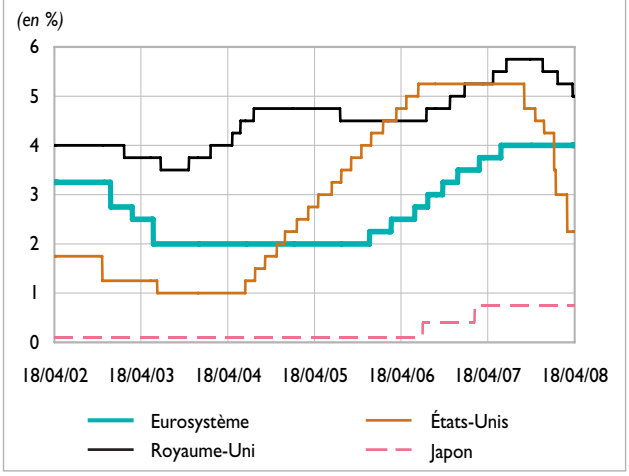
(en milliards d'euros, taux en %)

Réserves obligatoires (moyennes quotidiennes)								
Période de réserve		Réserves à constituer		Réserves constituées		Excédents		Taux de rémunération
prenant fin le		zone euro	France	zone euro	France	zone euro	France	
2007	9 octobre	192,50	36,83	193,38	36,94	0,88	0,12	4,18
	13 novembre	193,66	36,06	194,37	36,16	0,71	0,10	4,12
	11 décembre	195,87	36,33	196,84	36,47	0,97	0,14	4,17
2008	15 janvier	199,78	37,67	200,85	37,83	1,07	0,16	4,20
	12 février	201,63	38,09	202,38	38,25	0,75	0,16	4,17
	11 mars	204,57	38,81	205,25	38,92	0,68	0,11	4,10

Taux directeurs de l'Eurosystème et EONIA



Taux d'intérêt directeurs



Sources : Banque centrale européenne, SEBC

Réalisé le 22 avril 2008

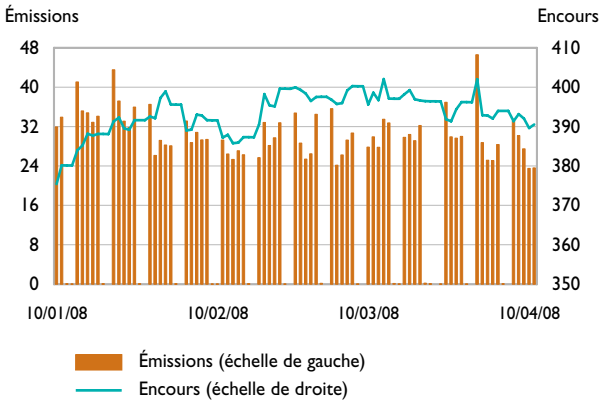
Figure 32
Titres de créances négociables – France

Certificats de dépôt

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
12/01/08 au 18/01/08	178,18	388,12	207
19/01/08 au 25/01/08	181,66	391,63	208
26/01/08 au 01/02/08	148,31	395,60	207
02/02/08 au 08/02/08	151,48	391,60	207
09/02/08 au 15/02/08	134,51	387,32	205
16/02/08 au 22/02/08	149,29	399,60	204
23/02/08 au 29/02/08	149,83	397,51	204
01/03/08 au 07/03/08	146,21	400,24	204
08/03/08 au 14/03/08	151,84	397,08	204
15/03/08 au 21/03/08	121,94	396,45	205
22/03/08 au 28/03/08	126,61	396,21	204
29/03/08 au 04/04/08	154,04	393,99	204
05/04/08 au 11/04/08	138,11	390,50	203

Certificats de dépôt

(données quotidiennes en milliards d'euros)

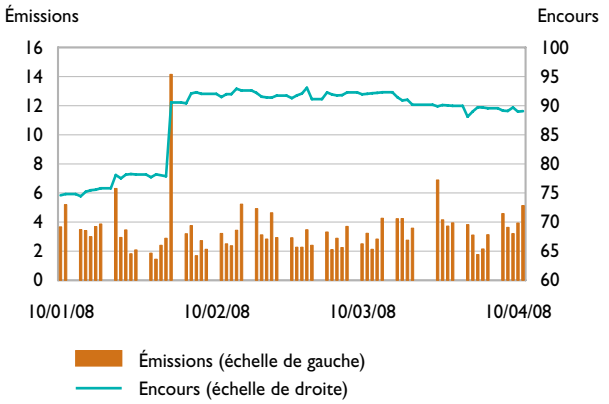


Billets de trésorerie

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
12/01/08 au 18/01/08	17,51	75,82	77
19/01/08 au 25/01/08	16,66	78,18	81
26/01/08 au 01/02/08	22,78	90,53	81
02/02/08 au 08/02/08	13,54	92,04	82
09/02/08 au 15/02/08	16,81	92,64	82
16/02/08 au 22/02/08	18,47	91,73	83
23/02/08 au 29/02/08	13,37	91,12	83
01/03/08 au 07/03/08	14,31	92,27	82
08/03/08 au 14/03/08	15,01	92,32	80
15/03/08 au 21/03/08	14,84	90,17	79
22/03/08 au 28/03/08	18,76	89,96	80
29/03/08 au 04/04/08	14,02	89,57	81
05/04/08 au 11/04/08	20,53	89,06	80

Billets de trésorerie

(données quotidiennes en milliards d'euros)

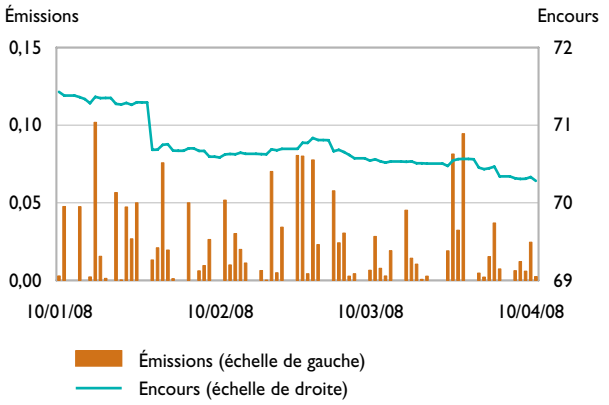


Bons à moyen terme négociables

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
12/01/08 au 18/01/08	0,17	71,35	133
19/01/08 au 25/01/08	0,18	71,30	133
26/01/08 au 01/02/08	0,13	70,67	133
02/02/08 au 08/02/08	0,09	70,59	133
09/02/08 au 15/02/08	0,12	70,63	132
16/02/08 au 22/02/08	0,12	70,69	132
23/02/08 au 29/02/08	0,27	70,81	131
01/03/08 au 07/03/08	0,12	70,57	131
08/03/08 au 14/03/08	0,06	70,53	131
15/03/08 au 21/03/08	0,07	70,51	131
22/03/08 au 28/03/08	0,23	70,56	131
29/03/08 au 04/04/08	0,07	70,34	131
05/04/08 au 11/04/08	0,05	70,28	131

Bons à moyen terme négociables

(données quotidiennes en milliards d'euros)



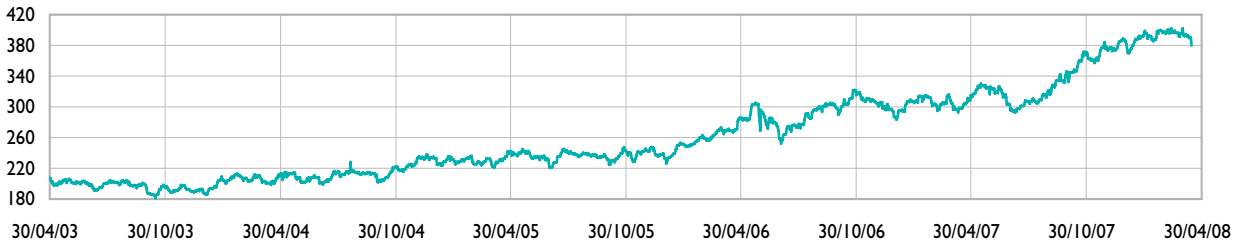
(a) Les émissions en euros sont cumulées sur la période de référence et les encours sont calculés à la date d'arrêté (dernier jour de la période considérée).

Source : Banque de France *Réalisé le 22 avril 2008*

Figure 33
Titres de créances négociables – France

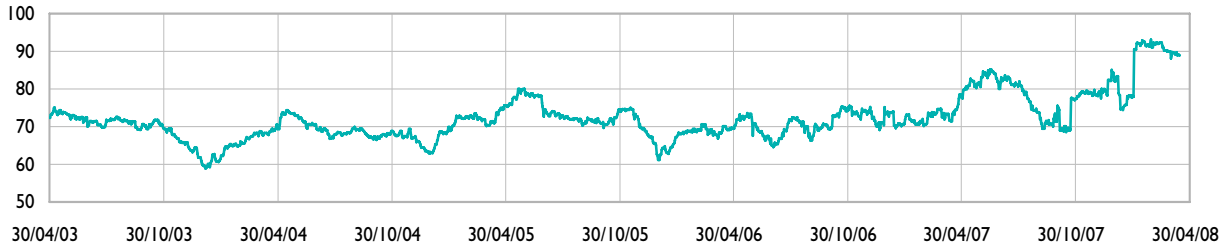
Certificats de dépôt

(encours journalier en milliards d'euros)



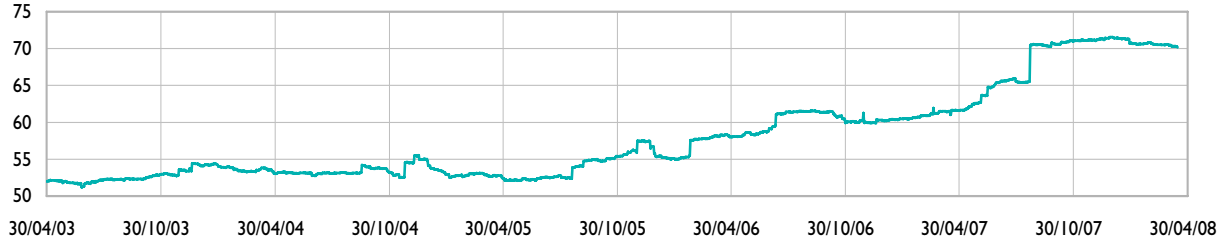
Billets de trésorerie

(encours journalier en milliards d'euros)



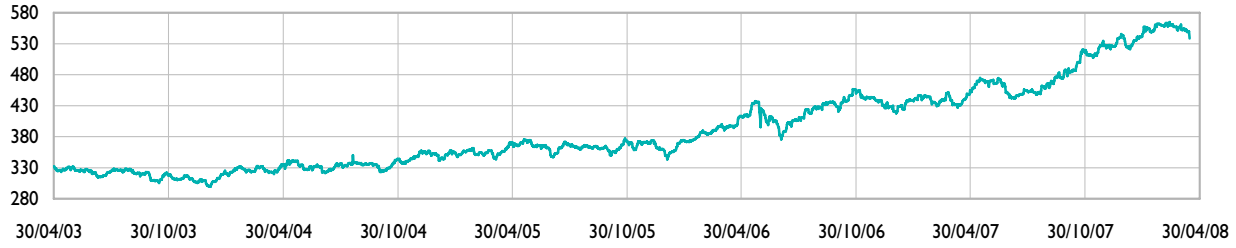
Bons à moyen terme négociables

(encours journalier en milliards d'euros)



Titres de créances négociables, encours cumulés

(encours journalier en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 22 avril 2008

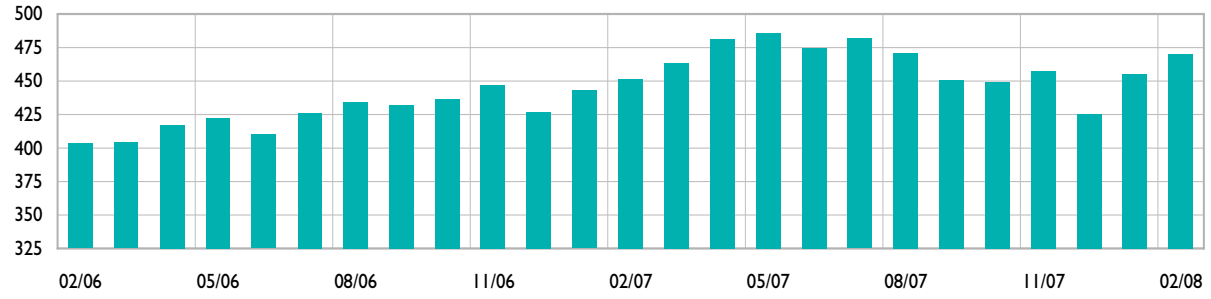
Figure 34
Titres d'OPCVM – France

(en milliards d'euros)

	2007			2008
	juin	sept.	déc.	fév.
Actif net des OPCVM par catégories				
OPCVM monétaires	474,81	450,43	425,64	470,14
OPCVM obligations	200,51	185,93	175,68	
OPCVM actions	363,71	349,88	332,09	
OPCVM diversifiés	325,03	307,51	301,48	
OPCVM de fonds alternatifs	36,93	38,15	38,32	
OPCVM garantis	0,04	0,04	0,02	
Fonds à formule	75,39	75,22	74,89	

Actif net des OPCVM monétaires

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 22 avril 2008

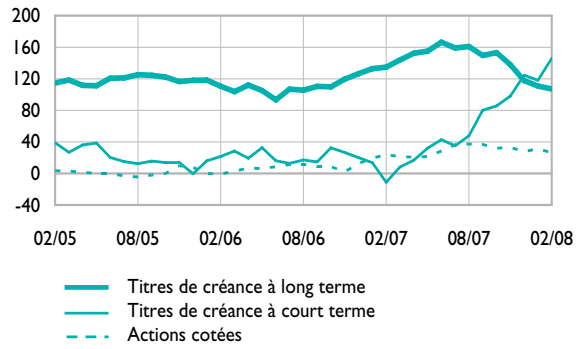
Figure 35
Financements de marché des résidents français (place de Paris et autres places internationales)

(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Taux de croissance annuel en % (b)	
	2006	2007	2008	Cumul	2008	2007	2008
	déc.	déc.	fév.	12 mois	fév.	déc.	fév.
Titres de créance émis par les résidents français							
Total	**2 142,5**	**2 368,3**	**2 410,1**	**253,1**	**37,6**	**11,3**	**11,7**
Titres de créance à long terme	1 755,7	1 856,8	1 872,6	107,3	20,0	6,7	6,0
Administrations publiques	*891,4*	*916,7*	*926,3*	*21,4*	*15,0*	*3,0*	*2,4*
Institutions financières monétaires (IFM)	*559,7*	*630,3*	*637,8*	*77,3*	*5,6*	*14,7*	*13,6*
Sociétés hors IFM	*304,6*	*309,7*	*308,5*	*8,7*	*-0,6*	*3,0*	*2,8*
Titres de créance à court terme	386,9	511,5	537,5	145,8	17,6	32,2	37,2
Administrations publiques	*77,5*	*93,6*	*99,7*	*23,3*	*7,9*	*20,9*	*30,4*
Institutions financières monétaires (IFM)	*268,0*	*366,7*	*368,9*	*95,2*	*-4,0*	*36,7*	*34,8*
Sociétés hors IFM	*41,3*	*51,2*	*69,0*	*27,3*	*13,8*	*24,0*	*65,4*
Actions françaises cotées							
Tous secteurs	**1 702,9**	**1 745,8**	**1 481,8**	**26,2**	**-0,3**	**1,5**	**1,4**

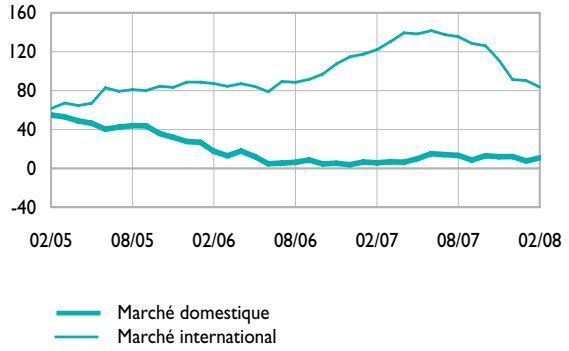
Émissions nettes de titres par les résidents français

(par nature de titres, cumul 12 mois, en milliards d'euros)



Émissions nettes de titres de créance à long terme par les résidents français

(par type de marché, cumul 12 mois, en milliards d'euros)



(a) Encours nominal pour les titres de dette, encours en valeur de marché pour les actions cotées
(b) Corrigé des variations de change et autres ajustements

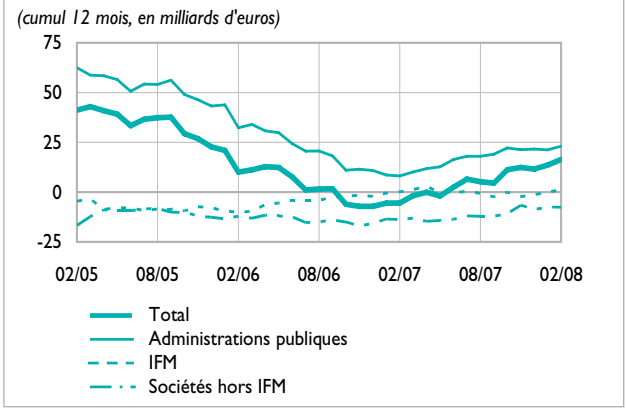
Source : Banque de France *Réalisé le 22 avril 2008*

Figure 36
Émissions d'obligations et d'actions cotées par les résidents français

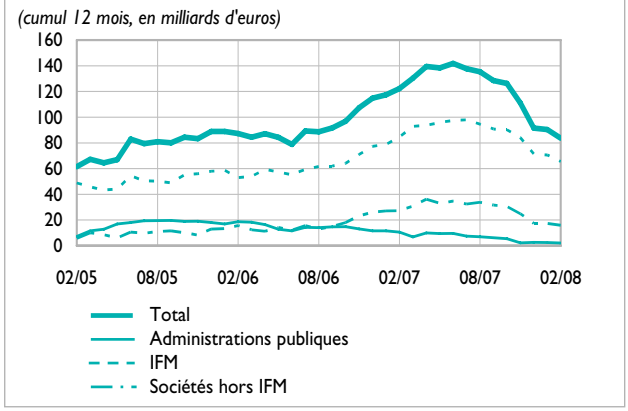
(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Émissions brutes	
	2006	2007	2008	Cumul	2008	Cumul	2008
	déc.	déc.	fév.	12 mois	fév.	12 mois	fév.
Obligations émises par les résidents français sur la place de Paris							
Total	**843,4**	**857,1**	**873,7**	**16,4**	**9,5**	**78,1**	**10,5**
Administrations publiques	639,4	662,7	678,7	23,0	9,4	61,7	9,4
Institutions financières monétaires (IFM)	118,4	117,2	119,0	1,0	0,6	13,2	1,0
Sociétés hors IFM	85,6	77,2	76,0	-7,6	-0,5	3,2	0,1
Actions françaises cotées							
Total	**1 702,9**	**1 745,8**	**1 481,8**	**26,2**	**-0,3**	**37,3**	**0,5**
Institutions financières monétaires (IFM)	227,3	183,0	142,2	-0,8	0,1	1,8	0,1
Sociétés hors IFM	1 475,7	1 562,8	1 339,6	27,0	-0,3	35,5	0,5

Émissions nettes d'obligations
Place financière de Paris



Émissions nettes d'obligations
Autres places internationales



(a) Encours nominal pour les obligations, encours en valeur de marché pour les actions cotées

Source : Banque de France *Réalisé le 22 avril 2008*

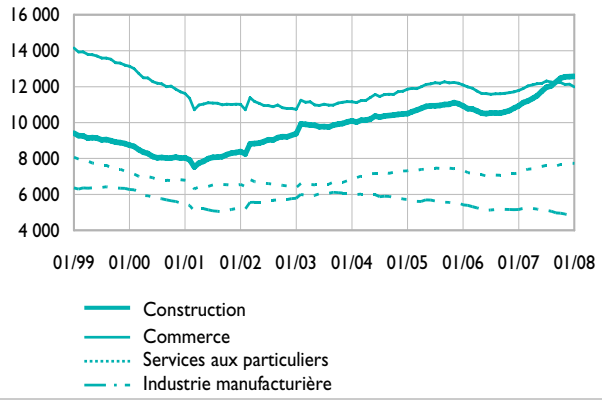
Figure 37
État des défaillances d'entreprises par secteurs – France

(NES 16, en nombre d'entreprises, données brutes, cumul 12 mois)

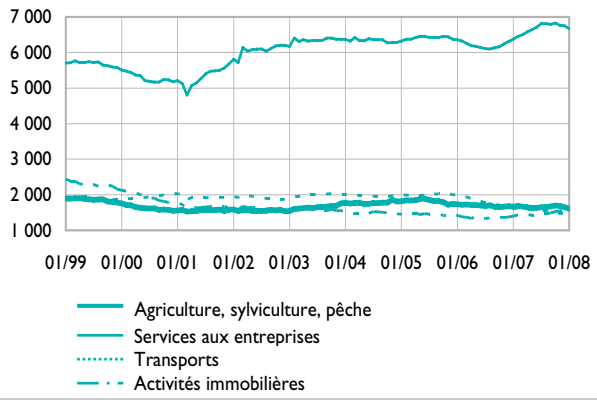
	2007											2008
	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.
Agriculture, sylviculture, pêche	1 685	1 669	1 645	1 629	1 637	1 649	1 650	1 673	1 698	1 685	1 645	1 609
Industrie manufacturière	5 218	5 216	5 212	5 187	5 144	5 113	5 062	4 979	4 958	4 912	4 848	4 809
Agricoles et alimentaires	*1 249*	*1 270*	*1 299*	*1 297*	*1 299*	*1 308*	*1 309*	*1 316*	*1 328*	*1 331*	*1 329*	*1 324*
Biens de consommation	*1 620*	*1 612*	*1 600*	*1 591*	*1 562*	*1 546*	*1 523*	*1 474*	*1 493*	*1 463*	*1 442*	*1 404*
Automobile	*69*	*69*	*67*	*63*	*55*	*55*	*56*	*51*	*48*	*37*	*38*	*36*
Biens d'équipement	*968*	*965*	*960*	*963*	*955*	*948*	*940*	*913*	*888*	*869*	*848*	*856*
Biens intermédiaires	*1 312*	*1 300*	*1 286*	*1 273*	*1 273*	*1 256*	*1 234*	*1 225*	*1 201*	*1 212*	*1 191*	*1 189*
Construction	11 105	11 196	11 342	11 492	11 738	11 965	12 036	12 251	12 469	12 545	12 555	12 568
Commerce	11 901	12 032	12 106	12 163	12 182	12 311	12 253	12 228	12 231	12 111	12 131	11 989
Transports	1 605	1 590	1 596	1 576	1 569	1 565	1 554	1 488	1 491	1 480	1 484	1 450
Activités immobilières	1 432	1 444	1 442	1 426	1 433	1 462	1 463	1 491	1 526	1 547	1 556	1 551
Services aux entreprises	6 454	6 496	6 581	6 638	6 713	6 811	6 811	6 793	6 827	6 766	6 753	6 665
Services aux particuliers	7 312	7 397	7 434	7 477	7 555	7 622	7 631	7 568	7 656	7 665	7 746	7 730
Autres (a)	1 752	1 812	1 851	1 884	1 899	1 902	1 902	1 919	1 919	1 900	1 825	1 753
Total des secteurs	**48 464**	**48 852**	**49 209**	**49 472**	**49 870**	**50 400**	**50 362**	**50 390**	**50 775**	**50 611**	**50 543**	**50 124**

Défaillances d'entreprises en cumul 12 mois

(NES 16, en nombre d'entreprises, données brutes)

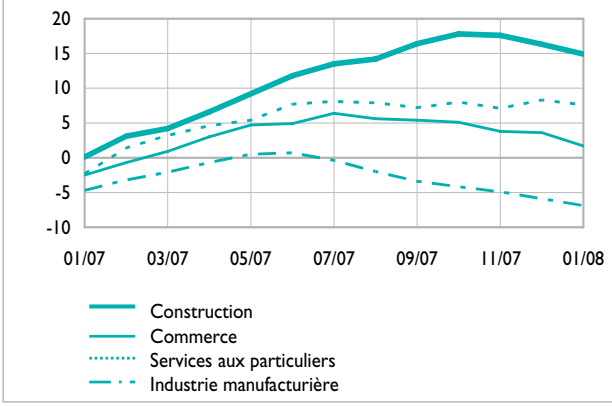


(NES 16, en nombre d'entreprises, données brutes)

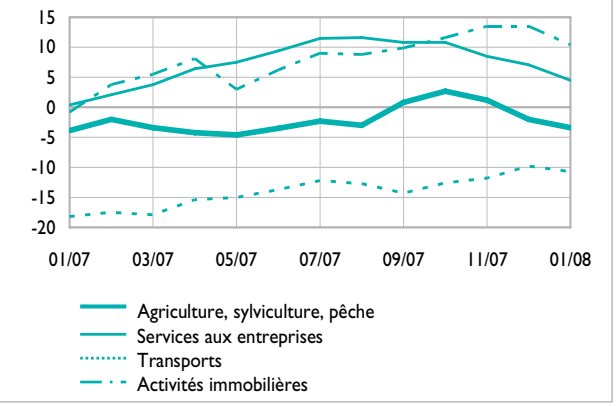


Défaillances d'entreprises en glissement annuel

(NES 16, en pourcentage, données brutes)



(NES 16, en pourcentage, données brutes)



(a) Les autres secteurs comprennent l'énergie, les activités financières, l'éducation et les administrations.
Source : Banque de France

Réalisé le 22 avril 2008

Figure 38
Systèmes de paiement de masse – France

(moyenne quotidienne en millions d'euros, part en % sur le dernier mois)

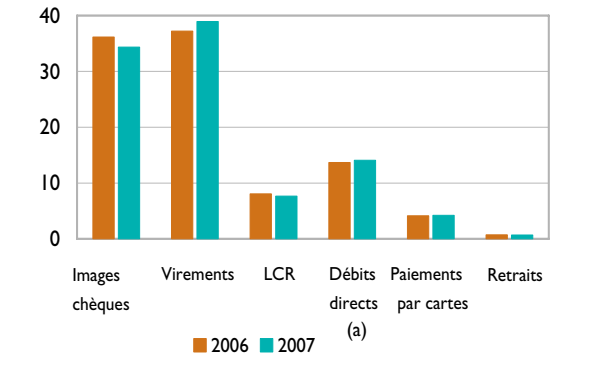
	2004	2005	2006	2007	2008			2008
					janv.	fév.	mars	Part
Images chèques	6 836	7 084	7 132	6 974	7 111	6 612	6 866	31,7
Virements	6 124	6 753	7 342	7 904	7 966	8 104	9 085	41,9
LCR	1 652	1 620	1 593	1 555	1 584	1 748	1 410	6,5
Avis de prélèvement	1 495	1 599	1 705	1 739	1 808	1 829	1 955	9,0
TIP	164	159	155	150	110	164	89	0,4
Télérèglements	527	670	842	975	978	918	1 153	5,3
Paiements par cartes	705	772	819	864	856	850	967	4,5
Retraits	133	136	139	140	124	133	150	0,7
Total	**17 634**	**18 793**	**19 727**	**20 300**	**20 536**	**20 358**	**21 675**	**100,0**

(moyenne quotidienne en milliers d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2004	2005	2006	2007	2008			2008
					janv.	fév.	mars	Part
Images chèques	13 013	12 784	12 159	11 561	11 705	10 897	11 539	22,3
Virements	6 695	7 038	7 239	7 344	7 325	7 489	8 171	15,8
LCR	408	401	390	370	354	397	348	0,7
Avis de prélèvement	6 560	7 179	7 628	7 863	7 957	8 072	8 368	16,2
TIP	554	511	491	458	423	419	389	0,8
Télérèglements	10	17	27	38	44	46	31	0,1
Paiements par cartes	15 159	16 504	17 339	18 146	17 797	17 927	20 253	39,1
Retraits	2 446	2 476	2 497	2 467	2 189	2 370	2 648	5,1
Total	**44 845**	**46 910**	**47 771**	**48 248**	**47 795**	**47 618**	**51 747**	**100,0**

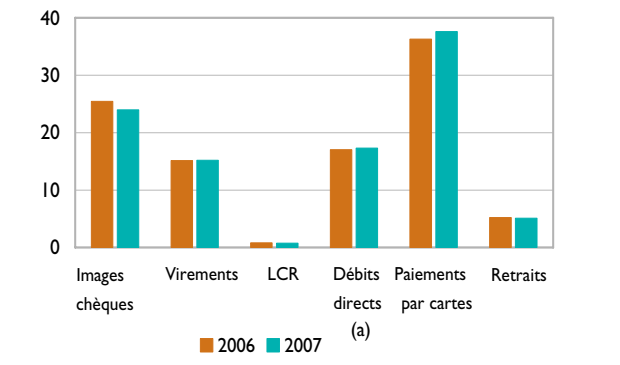
Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% des montants échangés)



Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% des volumes échangés)



(a) Débits directs : prélèvements comprenant les avis de prélèvements, les TIP et les télérèglements.

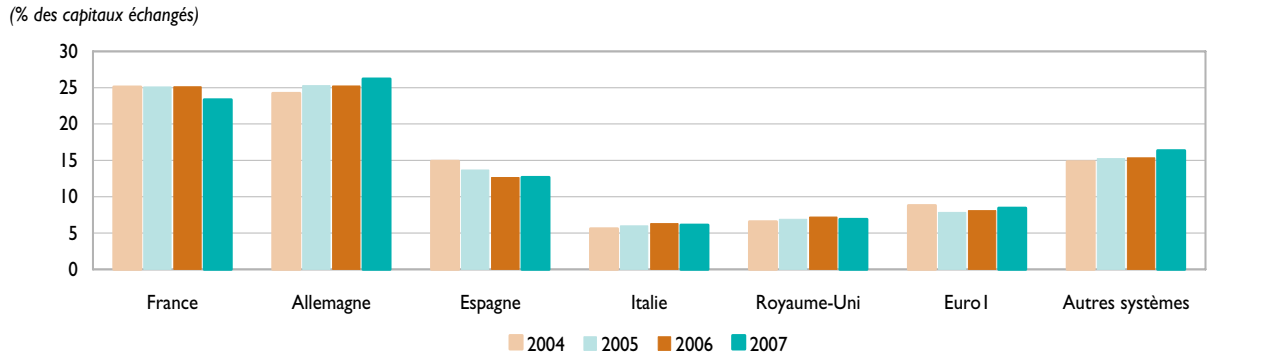
Source : GSIT (Groupement pour un Système Interbancaire de Télécompensation) *Réalisé le 22 avril 2008*

Figure 39
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)

(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2004	2005	2006	2007	2007			2007
					oct.	nov.	déc.	Part
France	486	544	588	633	634	627	593	19,9
Target transfrontière	*81*	*95*	*107*	*122*	*125*	*120*	*127*	*4,3*
Target domestique (TBF)	*338*	*386*	*423*	*448*	*442*	*450*	*435*	*14,6*
Système net (PNS)	*67*	*62*	*58*	*64*	*66*	*57*	*30*	*1,0*
Allemagne (a)	488	547	591	711	745	811	970	32,5
Target transfrontière	*143*	*163*	*183*	*215*	*235*	*232*	*244*	*8,2*
Target domestique	*345*	*384*	*408*	*496*	*510*	*579*	*726*	*24,4*
Espagne	288	296	296	344	370	347	332	11,2
Target transfrontière	*23*	*23*	*27*	*36*	*50*	*38*	*34*	*1,1*
Target domestique (SLBE)	*265*	*273*	*269*	*308*	*320*	*309*	*299*	*10,0*
Système net (SEPI) (b)	*1*	-	-	-	-	-	-	-
Italie (c)	108	130	148	165	163	166	180	6,0
Target transfrontière	*32*	*41*	*47*	*57*	*59*	*59*	*57*	*1,9*
Target domestique (BI-REL)	*76*	*89*	*101*	*108*	*104*	*107*	*123*	*4,1*
Royaume-Uni	127	149	169	187	200	160	129	4,3
Target transfrontière	*101*	*114*	*126*	*148*	*162*	*130*	*114*	*3,8*
Target domestique (Chaps Euro)	*26*	*35*	*42*	*39*	*38*	*30*	*15*	*0,5*
Autres systèmes	457	500	549	672	729	702	776	26,1
Total Union européenne (à 15)	**1 955**	**2 166**	**2 342**	**2 712**	**2 841**	**2 812**	**2 979**	**100,0**
dont Target	1 714	1 932	2 092	2 418	2 531	2 518	2 683	90,1
Target transfrontière	*564*	*651*	*725*	*868*	*961*	*888*	*900*	*30,2*
Target domestique	*1 150*	*1 281*	*1 368*	*1 550*	*1 569*	*1 630*	*1 783*	*59,8*
dont Euro 1 (ABE) (d)	170	170	189	228	242	235	264	8,9
dont autres systèmes nets (PNS(FR), POPS(FI))	70	64	60	66	68	59	32	1,1

Évolution des parts de marché de chaque place



(a) Les systèmes nationaux « Target1 » de l'Allemagne, l'Autriche et du Luxembourg, parmi les États de l'Union européenne à 15, ont migré à target2 le 19 novembre 2007.

(b) SEPI : Servicio español de pagos interbancarios (fermé le 15 décembre 2004)

(c) Les chiffres incluent les transactions des participants polonais (depuis mars 2005) et estoniens (depuis novembre 206) connectés à BI-REL.

(d) Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro. Comprend les paiements de détail enregistrés dans STEP 1.

NB : Les données représentent uniquement des opérations en euros et sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 22 avril 2008*

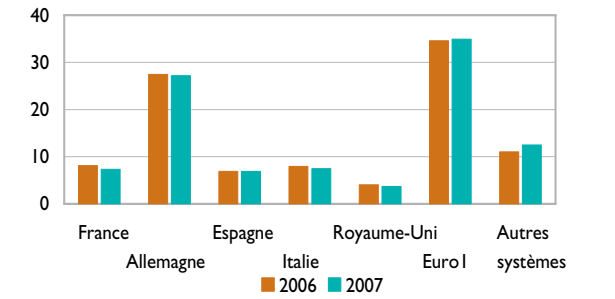
Figure 40
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)

(moyenne quotidienne en nombre d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2004	2005	2006	2007	2007			2007
					oct.	nov.	déc.	Part
France	42 509	44 107	43 890	44 405	45 785	41 593	36 824	5,3
Target transfrontière	*7 384*	*8 500*	*9 631*	*10 794*	*10 203*	*9 548*	*10 962*	*1,6*
Target domestique (TBF)	*8 071*	*8 589*	*8 321*	*8 398*	*8 271*	*7 453*	*10 842*	*1,6*
Système net (PNS)	*27 054*	*27 018*	*25 937*	*25 213*	*27 311*	*24 592*	*15 020*	*2,2*
Allemagne (a)	131 503	141 396	148 613	164 187	164 408	171 508	194 532	27,9
Target transfrontière	*19 231*	*19 847*	*20 186*	*22 232*	*20 865*	*28 215*	*36 310*	*5,2*
Target domestique	*112 272*	*121 548*	*128 427*	*141 955*	*143 543*	*143 293*	*158 222*	*22,7*
Espagne	18 464	26 723	37 439	41 792	43 463	41 158	47 860	6,9
Target transfrontière	*2 760*	*3 408*	*4 046*	*4 819*	*5 082*	*5 022*	*5 215*	*0,7*
Target domestique (SLBE)	*11 618*	*23 315*	*33 393*	*36 973*	*38 381*	*36 136*	*42 645*	*6,1*
Système net (SEPI) (b)	*4 086*	-	-	-	-	-	-	-
Italie (c)	35 060	41 045	42 934	45 111	44 342	44 382	56 860	8,2
Target transfrontière	*7 269*	*7 799*	*8 151*	*8 452*	*7 965*	*7 637*	*8 212*	*1,2*
Target domestique (BI-REL)	*27 791*	*33 246*	*34 782*	*36 659*	*36 378*	*36 745*	*48 648*	*7,0*
Royaume-Uni	18 119	20 089	21 871	22 397	23 660	18 698	12 586	1,8
Target transfrontière	*12 799*	*14 223*	*16 144*	*16 690*	*17 901*	*13 776*	*8 665*	*1,2*
Target domestique (Chaps Euro)	*5 320*	*5 866*	*5 728*	*5 708*	*5 759*	*4 922*	*3 920*	*0,6*
Autres systèmes	215 991	240 452	246 850	286 654	304 159	303 792	348 056	50,0
Total Union européenne (à 15)	**461 647**	**513 812**	**541 597**	**604 546**	**625 818**	**621 131**	**696 718**	**100,0**
dont Target	267 234	300 991	326 196	365 759	373 392	375 068	421 282	60,5
Target transfrontière	*65 040*	*69 894*	*74 580*	*81 747*	*81 006*	*86 120*	*91 774*	*13,2*
Target domestique	*202 193*	*231 097*	*251 617*	*284 012*	*292 386*	*288 948*	*329 508*	*47,3*
dont Euro 1 (ABE) (d)	161 097	183 450	187 163	211 217	222 895	219 368	258 074	37,0
dont autres systèmes nets (PNS(FR), POPS(FI))	33 316	29 371	28 237	27 570	29 531	26 696	17 362	2,5

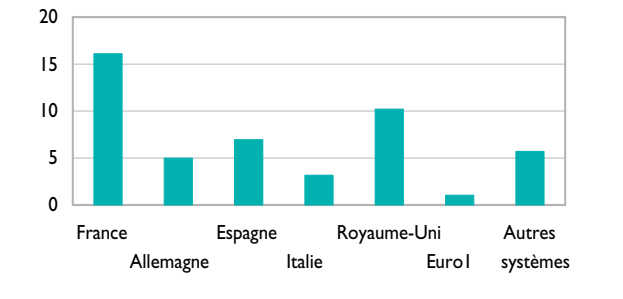
Évolution des parts de marché de chaque place

(% des volumes échangés)



Montant moyen d'une opération dans les systèmes en euro de l'Union Européenne à 15 en décembre 2007

(en millions d'euros)



(a) Les systèmes nationaux « Target1 » de l'Allemagne, l'Autriche et du Luxembourg, parmi les États de l'Union européenne à 15, ont migré à Target2 le 19 novembre 2007.
(b) SEPI : Servicio español de pagos interbancarios (fermé le 15 décembre 2004)
(c) Les chiffres incluent les transactions des participants polonais (depuis mars 2005) et estoniens (depuis novembre 206) connectés à BI-REL.
(d) Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro. Comprend les paiements de détail enregistrés dans STEP 1.
NB : Les données représentent uniquement des opérations en euros et sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre.
Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 22 avril 2008*

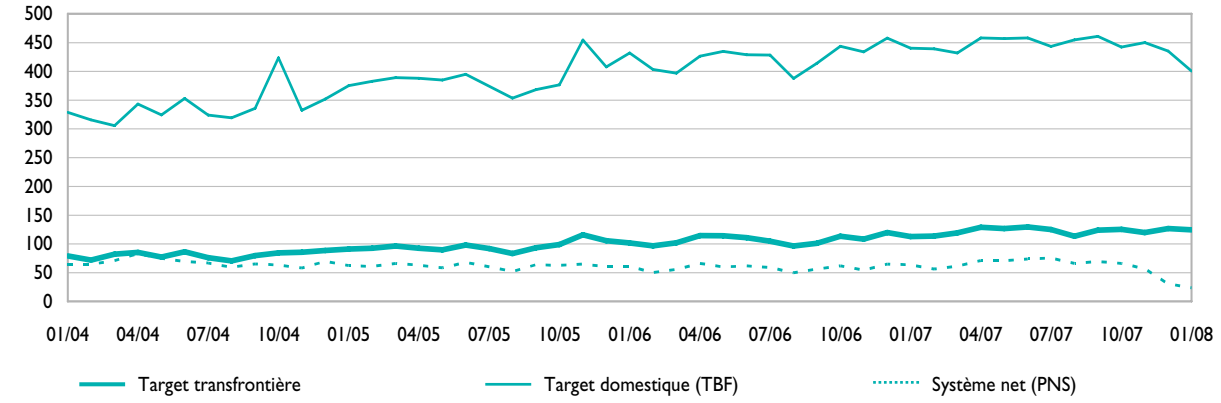
Figure 41
Systèmes de paiement de montant élevé – France

(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2004	2005	2006	2007	2007		2008	2008
					nov.	déc.	janv.	Part
Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans Target domestique France (TBF)								
Titres français négociables	12,3	14,6	14,2	11,5	13,4	18,3	18,4	33,3
Créances privées françaises	6,4	6,3	7,4	18,6	20,6	16,9	20,1	36,3
Titres mobilisés *via* le CCBM	7,4	7,4	7,2	7,2	6,6	9,9	12,3	22,2
Autres titres étrangers (a)	4,6	5,6	8,4	8,8	7,2	5,7	4,5	8,1
Total	**30,7**	**33,9**	**37,2**	**46,1**	**47,8**	**50,8**	**55,3**	**100,0**

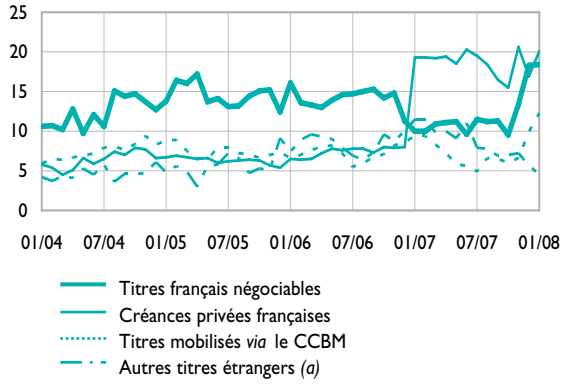
Évolution mensuelle des capitaux échangés

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

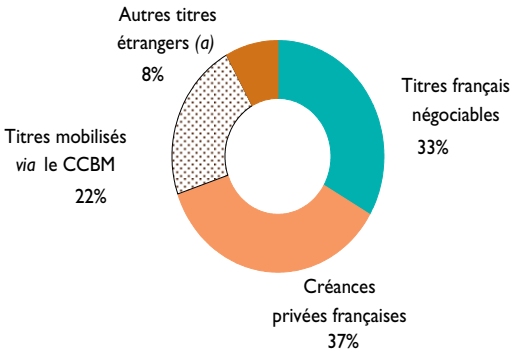


Évolution mensuelle des garanties mobilisées

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans TBF en janvier 2008



(a) Autres titres étrangers mobilisés via les liens entre les systèmes de règlement – livraison de titres

Source : Banque de France *Réalisé le 22 avril 2008*

Notice méthodologique

1| Situation économique générale

1|1 Compétitivité

Les indicateurs de compétitivité sont calculés selon la méthodologie développée par L. Buldorini et *alii* [1]. Les pondérations, égales à la moyenne des parts à l'importation et à l'exportation, prennent notamment en compte la concurrence sur les marchés tiers (double pondération à l'exportation). Elles sont calculées sur la base des échanges de produits manufacturés en moyenne sur les années 1999 à 2001. Pour les pays de l'Union européenne, les déflateurs utilisés sont les indices de prix à la consommation harmonisés.

Le groupe de 22 pays partenaires de l'OCDE est constitué de l'Allemagne, de l'Australie, de l'Autriche, de la Belgique, du Canada, du Danemark, de l'Espagne, des États-Unis, de la Finlande, du Royaume-Uni, de la Grèce, de l'Irlande, de l'Italie, du Japon, des Pays-Bas, de la Norvège, de la Nouvelle-Zélande, du Portugal, de la Suède, de la Suisse, du Mexique et de la Corée du Sud.

Le groupe de 46 pays partenaires est constitué de l'Union européenne (UE à 15, la Pologne, la Hongrie, Chypre, Malte), des États-Unis, de la Suisse, du Japon, du Canada, de la Corée du Sud, de la Chine, de la Turquie, du Maroc, de Taiwan, de Hong Kong, de la Norvège, du Brésil, de l'Australie, de l'Indonésie, de l'Inde, de l'Argentine, d'Israël, de la Thaïlande, de Singapour, de l'Afrique du Sud, de la Malaisie, du Mexique, du Chili, des Philippines, du Pakistan, du Venezuela, de la Colombie, de la Nouvelle-Zélande, et de l'Algérie.

Le groupe de 56 pays partenaires est constitué de ces mêmes pays, auxquels s'ajoutent la République tchèque, la Slovénie, la Slovaquie, la Lituanie, l'Estonie, la Lettonie, la Roumanie, la Bulgarie, la Croatie et la Russie.

1|2 Balance des paiements

Définitions

La balance des paiements est un document statistique, présenté suivant les règles de la comptabilité en partie double, qui rassemble et ordonne l'ensemble des transactions économiques et financières entre les résidents français et les non-résidents, au cours d'une période donnée.

Les résidents sont les personnes physiques ayant leur principal centre d'intérêt en France, quelle que soit leur nationalité — à l'exception des fonctionnaires et militaires étrangers en poste en France, les fonctionnaires et autres agents publics français en poste à l'étranger ou mis à la disposition d'organisations internationales ou d'autres employeurs non résidents, les personnes morales, françaises ou étrangères, pour leurs établissements en France, lorsqu'il y a existence d'une activité économique réelle exercée en France par des unités de production autonomes, quelle qu'en soit leur forme juridique.

Pour l'élaboration des statistiques de balance des paiements, la France comprend la métropole, la principauté de Monaco, les départements d'Outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, Réunion), les collectivités territoriales de Mayotte et Saint-Pierre-et-Miquelon. Tous les autres pays constituent « l'étranger » ou le « reste du monde ».

La balance des paiements est traditionnellement présentée du point de vue de la nation, contrairement à la comptabilité nationale au sein de laquelle les échanges entre la France et l'extérieur sont présentés du point de vue de l'agent « reste du monde ».

Mode d'enregistrement

Par convention, en balance des paiements, un chiffre positif (crédit) correspond à une exportation ou à une recette lorsqu'il se rapporte à une opération réelle,

[1] *Buldorini, Makrydakis et Thimann (2002) :* "The effective exchange rates of the euro", *BCE,* Occasional Paper, *n° 2, consultable sur le site de la BCE* (http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp2.pdf)

c'est-à-dire à des échanges de biens, de services et des paiements de revenus. Un chiffre négatif (débit) représente une importation ou une dépense. S'agissant du compte financier, un chiffre positif reflète une diminution des avoirs ou une augmentation des engagements, qu'ils soient financiers ou monétaires. Un chiffre négatif représente une augmentation des avoirs ou une diminution des engagements. Ainsi, un chiffre négatif au titre des avoirs de réserve signifie que les réserves ont augmenté.

La balance des paiements est établie chaque mois, dans une forme simplifiée, selon un calendrier annoncé à l'avance, environ six semaines après la fin du mois sous revue. Les révisions trimestrielles, environ soixante-quinze jours après la fin du trimestre sont l'occasion d'améliorer la qualité des données, mais également de publier une information plus détaillée. Les révisions annuelles, publiées en mai, concernent non seulement l'année précédente, mais également les deux années antérieures.

Les premiers résultats mensuels publiés sont considérés comme provisoires. Les données trimestrielles après révision et les données de l'année précédant l'année en cours ont le statut de résultats semi-définitifs. Les données des années antérieures sont qualifiées de résultats définitifs.

Secteurs économiques

Dans certaines parties de la balance des paiements — les transferts courants, les investissements de portefeuille, les « autres investissements » —, les échanges recensés font l'objet d'un classement en fonction du secteur économique auquel appartient le résident impliqué dans l'opération. On distingue dans ce cas :

• les autorités monétaires, c'est-à-dire la Banque de France ;

• le secteur des administrations publiques (APU), qui regroupe l'État, les organismes divers d'administration centrale (ODAC), les collectivités locales et les organismes de sécurité sociale ;

• le secteur des institutions financières monétaires hors Banque centrale (IFM), comprenant les établissements de crédit résidents tels que définis par la législation communautaire et toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches substituts de dépôts de la part d'entités autres que des IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Les OPCVM monétaires remplissent les conditions et sont dès lors inclus dans le secteur des IFM ;

• les « autres secteurs », qui regroupent les agents économiques autres que ceux inclus dans les trois secteurs précédents : les entreprises industrielles et commerciales, les assurances, les institutions financières non monétaires, notamment les entreprises d'investissement et les organismes de placement collectif en valeurs mobilières non monétaires (OPCVM non monétaires), les institutions à but non lucratif au service des ménages et les ménages.

Les grandes composantes de la balance des paiements

Définies par le cinquième *Manuel de la balance des paiements* du FMI, les composantes types de la balance des paiements sont réparties entre le compte de transactions courantes, le compte de capital et le compte financier. Le poste des erreurs et omissions nettes est un poste d'ajustement dont l'existence tient à ce que, à la différence d'un véritable système de comptabilisation en partie double, les enregistrements en débit et crédit dans la balance des paiements ne sont pas inscrits simultanément à l'occasion de chaque transaction, mais résultent de déclarations indépendantes qui peuvent générer des erreurs, des oublis ou des décalages de période.

Le compte de transactions courantes regroupe les échanges de biens et services, les revenus et les transferts courants. Les échanges de biens sont évalués à partir des statistiques du commerce extérieur de la direction générale des Douanes et des Droits indirects, auxquelles sont ajoutées les transactions relatives à l'avitaillement, au travail à façon et aux réparations.

Les échanges de services hors voyages sont subdivisés en plusieurs postes selon leur nature économique. Parmi les postes mis en évidence par la balance des paiements, figurent notamment les transports, éclatés entre les transports maritimes, aériens et les autres transports, les services de communication, les services de construction, les services d'assurance, les services financiers, les services informatiques et d'information,

les redevances et droits de licence, les autres services aux entreprises, qui peuvent être décomposés en négoce international, autres services commerciaux, locations et services divers aux entreprises.

Les voyages constituent un poste particulier au sein des échanges de services, à la fois par leur importance et par leur définition, qui ne prend pas en compte la nature économique de l'échange, mais les modalités de celui-ci. La ligne voyages reflète au crédit l'ensemble des dépenses des non-résidents en France effectuées au titre de leurs frais de séjour à l'occasion d'excursions, de voyages touristiques ou de voyages d'affaires, de durée inférieure à un an, ainsi que les frais engagés au titre des services personnels (de santé, de scolarité, etc.) acquis auprès de résidents ; au débit, les dépenses de même nature effectuées par des résidents français à l'étranger. Les dépenses et recettes de transport liées aux voyages internationaux ne sont pas enregistrées sous cette ligne, mais avec les services de transport. À l'inverse, les transports intérieurs effectués par des non-résidents et les transports à l'intérieur d'un pays étranger effectués par des résidents sont en principe inclus dans les voyages (en pratique, il est parfois difficile de différencier les dépenses de transport intérieur des dépenses de transport international).

Les revenus sont partagés entre rémunérations des salariés et revenus d'investissements. Les rémunérations des salariés comprennent les salaires, gages, traitements versés par des employeurs non résidents à leurs salariés résidents (travailleurs frontaliers, saisonniers, en mission de courte durée) et inversement. Les revenus des investissements correspondent aux recettes ou paiements afférents aux avoirs ou engagements financiers extérieurs. Ils sont décomposés en fonction de la nature des opérations financières auxquelles ils se rattachent, revenus des investissements directs, revenus des investissements de portefeuille et autres revenus d'investissements (cf. ci-après pour une définition des rubriques du compte financier). Les dividendes (revenus des titres de participations) sont enregistrés à la date de versement et les intérêts (revenus des créances) sur la base des droits constatés.

Les transferts courants constituent la contrepartie comptable de biens, services, capitaux exportés ou importés gratuitement, c'est-à-dire sans contrepartie apparente ou mesurable. Ils sont ventilés par secteur. Les transferts courants des administrations publiques comprennent notamment la coopération internationale, les contributions de la France aux dépenses des organisations internationales, les recettes et versements d'impôts en provenance et à destination d'administrations publiques étrangères effectués dans le cadre de conventions fiscales, les versements des administrations de sécurité sociale à des travailleurs ou à d'anciens travailleurs non résidents et à leurs ayant-droits et les opérations avec les institutions européennes, hormis les concours alloués à la France au titre du Fonds européen de développement régional (FEDER) et du FEOGA — section orientation, qui sont enregistrés, conformément à la méthodologie internationale, dans les transferts en capital.

Les transferts des autres secteurs sont ventilés en deux rubriques, les envois de fonds des travailleurs et les autres opérations. Les envois de fonds des travailleurs reprennent les montants transférés à l'étranger par des travailleurs résidents et vice-versa. De tels transferts sont généralement effectués par des résidents d'origine étrangère vers leur pays d'origine ou vers la France par des personnes non résidentes d'origine ou de nationalité française. Les autres opérations comprennent des opérations de nature très diverse, parmi lesquelles les dons et versements humanitaires en faveur de personnes physiques et morales, les subventions et donations, les indemnités pour rupture de contrat, cautions et dédommagements, les prix littéraires, artistiques ou scientifiques, etc.

Le compte de capital regroupe les transferts en capital — remises de dettes, pertes sur créances, aides à l'investissement des fonds structurels, transferts des migrants — et les acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits (brevets, marques, droits d'auteur…).

Le compte financier est partagé en rubriques en fonction de la nature et de la finalité des opérations, investissements directs, investissements de portefeuille, produits financiers dérivés, autres investissements et avoirs de réserve. À l'exception des investissements directs, des produits financiers dérivés et des avoirs de réserve, les rubriques sont subdivisées en créances et engagements, puis ventilées selon le type d'opération ou d'instrument et enfin selon le secteur résident concerné.

Conformément à la définition de référence détaillée de l'OCDE et en accord avec les recommandations

internationales (FMI, Eurostat, BCE), les investissements directs couvrent les opérations effectuées par des investisseurs afin d'acquérir, d'accroître ou de liquider un intérêt durable dans une entreprise et de détenir (ou de liquider) une influence dans sa gestion. La notion d'investissement direct est donc plus large que celle de contrôle.

L'investissement direct met en relation des entreprises apparentées, c'est-à-dire :

• une entreprise « investisseur direct » (maison-mère) et une ou plusieurs entreprises investies, qu'il s'agisse de succursales, de filiales ou d'autres entreprises affiliées ;

• des entreprises « investies » (sociétés sœurs) entre elles.

Par convention, on considère qu'une relation d'investissement direct est établie dès lors qu'une personne physique ou morale (l'investisseur) détient au moins 10 % des droits de vote, ou à défaut 10 % du capital social, d'une entreprise « investie ».

Les investissements directs comprennent non seulement la transaction initiale, qui établit la relation entre l'investisseur et l'entreprise investie, mais aussi toutes les transactions ultérieures entre eux et entre les entreprises apparentées (opérations de prêt, flux de trésorerie et, plus généralement, l'ensemble des opérations financières à l'exception des crédits commerciaux et des opérations interbancaires entre établissements de crédit affiliés). Les investissements immobiliers sont également considérés comme des investissements directs.

Les investissements directs sont enregistrés selon le principe directionnel. Ainsi, les investissements directs français à l'étranger comprennent les créances (autres que celles figurant dans les investissements étrangers en France) et les engagements des maisons-mères résidentes vis-à-vis de leurs filiales étrangères. Symétriquement, les investissements directs étrangers en France incluent les engagements (autres que ceux enregistrés dans les investissements français à l'étranger) et les créances des filiales résidentes auprès de leur maison-mère étrangère.

Les investissements directs français à l'étranger et étrangers en France sont décomposés par nature d'opérations entre :

• les investissements immobiliers et les opérations en capital social, qui comprennent les créations, acquisitions ou extensions d'entreprises, réalisées sous forme d'acquisitions de titres ou d'actifs productifs, les subventions d'équilibre, les consolidations de prêts, prêts subordonnés et prêts participatifs du secteur bancaire ;

• les bénéfices réinvestis, qui correspondent à la part des résultats nets des entreprises investies revenant à la maison-mère au cours d'un exercice comptable diminuée des dividendes versés à la maison-mère au cours du même exercice ;

• les autres opérations, qui recouvrent les opérations de prêt, avances, dépôts, à court et long termes, entre sociétés affiliées, à l'exception des crédits commerciaux et des crédits et dépôts entre les banques résidentes et leurs correspondants étrangers, classés en « autres investissements ».

Les investissements de portefeuille comprennent toutes les opérations sur titres négociables entre résidents et non-résidents, achats à l'émission, négociations et remboursements, à l'exception des opérations comprises au sein des investissements directs, des avoirs de réserve et des produits financiers dérivés et des opérations de cession temporaire. Les prêts secs de titres, qui ne donnent lieu à aucun mouvement monétaire, ne sont pas enregistrés dans la balance des paiements.

Les flux sont partagés en avoirs (opérations entre résidents et non-résidents sur titres émis par des non-résidents) et engagements (opérations entre résidents et non-résidents sur titres émis par des résidents). Chacune de ces deux lignes est ensuite scindée en fonction de la nature des titres échangés : actions et titres d'OPCVM, obligations et titres assimilés, c'est-à-dire tous les titres d'emprunt à plus d'un an d'échéance initiale, instruments du marché monétaire, dont l'échéance est inférieure à un an. Les flux par catégorie d'instruments sont ensuite partagés en fonction du secteur résident détenteur (pour les avoirs) ou émetteur (pour les engagements).

Depuis le 1er février 2000, conformément aux recommandations du FMI et avec l'accord de tous les organismes internationaux intéressés, il a été créé une nouvelle rubrique au sein du compte financier, intitulée

Produits financiers dérivés, qui comprend les primes sur options, les appels de marge et les intérêts sur *swaps*.

Les autres investissements sont une rubrique résiduelle qui englobe toutes les opérations sur actifs et passifs financiers vis-à-vis des non-résidents qui ne figurent pas sous une autre rubrique du compte financier. Elle se répartit entre créances et engagements des résidents vis-à-vis de l'étranger (y compris les prises et mises en pension livrée), puis par nature d'opérations (crédits commerciaux, prêts, dépôts et emprunts, autres avoirs et engagements), enfin par secteur résident à l'origine des créances et des engagements. On distingue en particulier les flux des IFM qui sont cohérents avec les informations destinées à l'élaboration des statistiques monétaires.

Les avoirs de réserve sont les avoirs extérieurs qui sont à la disposition immédiate et sous le contrôle des autorités monétaires pour leur permettre de financer les déséquilibres de paiements ou d'intervenir pour en réduire l'ampleur. Depuis la création de la zone euro, seuls les mouvements affectant la partie des réserves de change non transférées à la BCE et qui restent gérées par la Banque de France figurent dans la balance des paiements de la France. Par ailleurs, compte tenu de l'adoption d'une méthodologie commune aux pays membres de l'Union monétaire, seules les créances sur des non-résidents hors zone euro sont prises en compte, ce qui exclut, de fait, de cette rubrique les placements en devises effectués auprès de banques non résidentes situées dans la zone euro.

Les avoirs de réserve sont constitués des créances brutes en or monétaire et en devises, y compris sous forme de titres émis par des non-résidents, des avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS) et de la position nette de réserve à l'égard du FMI.

I|3 La position extérieure

La position extérieure de la France a pour objectif de recenser, à la date d'arrêté, l'ensemble des créances et des engagements des résidents vis-à-vis des non-résidents. Elle est élaborée à l'aide d'enquêtes périodiques de stocks revalorisés et actualisée, si nécessaire, par des cumuls de flux pour les points les plus récents.

Conformément aux recommandations du *Cinquième manuel de balance des paiements* du Fonds monétaire international, les créances et engagements extérieurs de la France sont présentés suivant les mêmes rubriques que la balance des paiements.

Les encours d'investissements directs sont recensés chaque année. Ils peuvent être valorisés en valeur de marché ou en valeur comptable, selon le mode de valorisation des capitaux propres. La valeur comptable des encours est celle indiquée par les entreprises dans leur comptabilité. Elle figure, pour les investissements directs français à l'étranger, dans les tableaux relatifs aux filiales et participations annexés aux comptes annuels, et pour les investissements directs étrangers en France, dans les bilans des affiliés résidents des investisseurs directs non résidents. Pour l'élaboration des chiffres définitifs (publiés en principe dix-huit mois après la date d'arrêté), le montant d'un investissement est calculé en multipliant la quote-part détenue par l'investisseur direct dans la société investie par la valeur des capitaux propres de la société. On ajoute ensuite l'encours des prêts consentis par l'investisseur à l'affilié. Les chiffres estimés sont établis tant pour les investissements directs français à l'étranger que pour les investissements étrangers en France, à partir des dernières données comptables disponibles, revalorisées et actualisées par les flux de balance de paiements relatifs aux investissements directs (apports en capital et autres opérations entre sociétés affiliées).

Le recensement est limité aux encours détenus directement par les investisseurs directs, les participations indirectes (de second rang, de troisième rang, etc.) n'étant pas prises en compte. Ainsi, si la filiale étrangère d'un investisseur résident détient elle-même un investissement direct dans une autre société, ce second investissement n'est pas pris en considération. De même, si la filiale française d'un investisseur étranger détient une autre filiale en France, ce deuxième investissement n'entre pas dans l'encours recensé.

Les encours d'investissements directs en valeur de marché, tant français à l'étranger qu'étrangers en France, font l'objet d'une estimation, déterminée en commun avec les comptables financiers nationaux, appliquée aux seuls capitaux propres. S'agissant des prêts et placements, la valeur comptable est présumée identique à la valeur de marché. La valeur de marché est uniquement calculée sur le total de l'encours.

Aucune ventilation par entreprise, par pays ou par secteur économique n'est donc disponible.

La position-titres (encours des titres français détenus par les non-résidents et des titres étrangers détenus par les résidents) est établie chaque année à la suite d'un recensement titre par titre dont les résultats sont disponibles neuf mois après la fin de l'année de référence. Entre deux recensements annuels, des estimations sont effectuées à l'aide du dernier stock disponible, revalorisé et actualisé à l'aide de cumuls de flux.

S'agissant des investissements de portefeuille des résidents en titres étrangers (avoirs), les titres recensés sont tous les titres étrangers en euros ou en devises, (actions, titres d'OPCVM monétaires et non monétaires, obligations, titres du marché monétaire) émis par des non-résidents et détenus par les résidents, à l'exception des titres de participation détenus dans le cadre d'investissements directs, des titres qui ne peuvent être cédés qu'avec l'accord de l'émetteur et des bons de caisse émis par les banques non résidentes, des titres étrangers détenus par des résidents n'appartenant pas au secteur des institutions financières monétaires (IFM) et conservés directement à l'étranger par ceux-ci.

Les investissements de portefeuille des non-résidents en titres français (engagements) comprennent tous les titres en euros ou en devises émis par des résidents et détenus par des non-résidents. Le portefeuille des non-résidents en titres français est ventilé entre les actions, les titres d'OPCVM monétaires et non monétaires, les obligations et assimilées (dont les OAT et les BTAN), les instruments du marché monétaire (dont les bons du Trésor à taux fixe). Ne sont inclus dans le recensement ni les actions détenues au titre des investissements directs, ni les titres français (actions, obligations ou instruments du marché monétaire) détenus hors de France par les non-résidents, à l'exception des obligations émises sur le marché international. Pour cette catégorie d'instrument, l'encours détenu par les non-résidents est inclus dans les engagements des résidents, quel que soit le lieu de conservation (France ou étranger) du titre.

Les portefeuilles sont évalués en valeur de marché, à la date d'arrêté du recensement (cours de bourse pour les titres cotés ou cours retenus par les banques pour l'évaluation annuelle du portefeuille de leur clientèle pour les titres non cotés).

Les encours de produits dérivés comprennent des données sur les options — instruments conditionnels achetés ou vendus par les banques résidentes et par les autres secteurs, les *swaps*, FRAs, *forwards* du secteur bancaire. Ils sont valorisés en valeur de marché.

Les autres investissements comprennent les crédits commerciaux et les avances à la commande, la position dépôts-crédits des entreprises, des OPCVM non monétaires et des entreprises d'investissement, les créances des ménages vis-à-vis de l'étranger, la position dépôts-crédits des IFM résidentes, les investissements des autorités monétaires et des administrations publiques non recensés ailleurs. Les encours sont évalués en valeur nominale.

Les avoirs de réserve sont valorisés à chaque fin de mois sur la base des cours déterminés comme suit :

• l'or est valorisé au cours du dernier jour du mois ;

• les droits de tirage spéciaux et la position vis-à-vis du Fonds monétaire international sont évalués au dernier cours du DTS calculé par le FMI à la date d'arrêté ;

• les devises sont comptabilisées au cours constaté à la date d'arrêté.

2| Monnaie, placements et financements

Zones géographiques

Zone euro : Allemagne + Autriche + Belgique + Espagne + Finlande + France + Grèce + Irlande + Italie + Luxembourg + Pays-Bas + Portugal + Slovénie

Pour l'élaboration des statistiques monétaires, le territoire français est défini comme suit :
France = métropole + Monaco + départements d'outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, Réunion) + Saint-Pierre-et-Miquelon + Mayotte

Secteurs économiques

Institutions financières monétaires (IFM) : elles comprennent les établissements de crédit résidant dans la zone euro, tels que définis par la législation communautaire, et toutes les institutions financières

résidentes dont l'activité est de recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte, du moins en termes économiques, consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Aux termes de cette définition, les IFM résidant en France sont la Banque de France, les établissements de crédit au sens de la loi bancaire, à l'exception des sociétés de caution mutuelle, la Caisse des dépôts et consignations, les OPCVM monétaires et la Caisse nationale d'épargne.

Administrations publiques (APU) = État + administrations d'États fédérés + administrations de Sécurité sociale + collectivités locales

Secteur privé = sociétés non financières + ménages + sociétés d'assurance et fonds de pension + institutions à but non lucratif au service des ménages + autres intermédiaires financiers (OPCVM monétaires, entreprises d'investissement, fonds communs de créances, etc.)

Agents non financiers (ANF) = administrations publiques + secteur privé – autres intermédiaires financiers

Cette catégorie englobe exclusivement les agents dont les décisions en matière de placement ou d'endettement ne résultent pas d'un comportement d'intermédiaire financier.

Instruments financiers

Les dépôts à terme comprennent les dépôts qui ne peuvent être convertis en espèces avant un terme fixe convenu ou qui ne peuvent être convertis en espèces avant ce terme que moyennant sanction.

Les dépôts avec un préavis inférieur ou égal à 3 mois recouvrent les dépôts d'épargne à vue qui présentent, à la différence des dépôts à vue, un caractère de transférabilité incomplet. Il s'agit, par exemple, en France, des livrets A et bleus, des Codevi, des comptes d'épargne logement, des livrets d'épargne populaire, des livrets jeunes et des livrets soumis à l'impôt.

Les pensions représentent des espèces perçues en contrepartie de titres vendus à un prix donné dans le cadre d'un engagement de rachat desdits titres (ou de titres similaires) à un prix et à une date déterminés.

Les titres autres que des actions ou titres de créance sont constitués de titres de créances négociables et échangés sur des marchés secondaires. La composante française de cette rubrique comprend, notamment, les obligations et les bons à moyen terme négociables (BMTN).

Les instruments du marché monétaire correspondent à des titres émis à court terme par des IFM (durée initiale inférieure ou égale à un an) et négociables sur des marchés monétaires liquides. Au plan français, cette catégorie regroupe les certificats de dépôt et les bons des institutions et sociétés financières (BISF).

Sont qualifiés de monétaires tous les actifs financiers entrant dans la composition de l'agrégat *M3* suivi par la Banque centrale européenne.

M1 = pièces et billets en circulation + dépôts à vue

M2 = *M1* + dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois + dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans

M3 = *M2* + pensions + titres d'OPCVM monétaires + titres de créance de durée initiale inférieure ou égale à deux ans

Seules les positions vis-à-vis des résidents de la zone euro, qui ne sont ni des IFM ni des institutions relevant de l'administration centrale, sont incluses dans *M3*.

Les crédits incluent les crédits à l'habitat, à la consommation, à l'investissement, de trésorerie, les autres crédits, les créances douteuses brutes, le crédit-bail, les avoirs en titres non négociables et les dettes subordonnées constituées sous la forme de dépôts ou de prêts.

Par souci de prendre en compte d'éventuels mouvements de substitution entre actifs en euros et actifs en devises, le suivi des instruments financiers s'appuie sur un critère « toutes devises ».

L'endettement intérieur total (EIT) mesure l'ensemble des financements des agents non financiers résidant en France, obtenu par voie d'endettement, soit auprès des institutions financières, soit sur les marchés de capitaux (monétaire ou obligataire), tant en France qu'à l'étranger.

3| Autres statistiques

Systèmes de paiement

BI-REL = Banca d'Italia Gross Settlement System
CCBM = Correspondent Central banking model
Chaps Euro = real-time gross settlement (RTGS) systems
EAF = Euro Access Frankfurt
ELS = Euro Link System
Euro 1 (ABE) = Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro
PNS = Paris Net Settlement ; avant avril 1999, les données se rapportent au Système net protégé (SNP)
POPS = Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä
RTGS = Real-time gross settlement system
SEPI = Servicio Español de Pagos Interbancarios
SLBE = Servicio de Liquidacion del Banco de España
STEP1 = Système de paiement des ordres au détail
Target = Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System ; il se compose des 15 systèmes à réglement brut en euros des pays de l'UE et du mécanisme de paiement de la BCE qui sont interconnectés
TBF = Transfert Banque de France

Arborescence de la rubrique « statistiques » du site internet

Les sept domaines du site de la Banque de France :

Organisation et activités

Politique monétaire et marchés

Systèmes de paiement et de titres

Supervision et réglementation bancaire

Publications et recherche

Statistiques et enquêtes	
Europe et international	Bonnes pratiques Dates de diffusion Chiffres clés de la zone euro SDDS (*Special Data Dissemination Standard*) Les taux Statistiques monétaires et bancaires Balance des paiements et activité financière internationale Monnaie fiduciaire, moyens et systèmes de paiement Comptes financiers et endettement Enquêtes de conjoncture Centralisations financières territoriales Statistiques d'entreprises Réglementation Séries chronologiques Statistiques de l'Eurosystème Liens avec les rubriques statistiques des sites des banques centrales du SEBC

Séries chronologiques

Statistiques monétaires

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/statmon/html/statmon.htm

• Statistiques monétaires mensuelles (zone euro/France)

• Statistiques monétaires trimestrielles (créances et engagements des IFM françaises, dépôts et crédits par agents, réseaux et produits des établissements de crédit français, ventilation de l'actif net des OPCVM non monétaires français, enquête auprès des banques sur la distribution du crédit-France)

Enquêtes de conjoncture

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/enqconj/html/enqconj.htm

• Enquête mensuelle sur le commerce de détail

• Enquête mensuelle dans l'industrie

• Enquête mensuelle dans les services marchands

• Enquête trimestrielle sur l'investissement, les trésoreries et les marges

Balance des paiements

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/bdp/html/bdp.htm

• Données mensuelles (France/Extérieur)

• Données annuelles (France/Extérieur : 1946-2007)

• Données annuelles bilatérales (jusqu'en 2006)

Position extérieure

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/posext/html/posext.htm

• Position extérieure globale (période 1995-2006)

• Stocks d'investissements directs bilatéraux (ventilation géographique et sectorielle depuis 1992)

• Créances et engagements des banques résidentes (ventilation géographique à fin septembre 2007)

Taux d'intermédiation financière

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/tif_trim/html/tif_trim_fr_tif.htm

Activité financière internationale

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/actfin/html/actfin.htm

• Change à terme des banques résidentes

• Options de change des banques résidentes

• Créances internationales consolidées des banques françaises, arrêtés trimestriels depuis juin 2003 – Nouvelle méthodologie – et arrêtés trimestriels jusqu'à mars 2003 – Ancienne méthodologie

Comptes nationaux financiers annuels (base 2000)

(Méthodologie, consultation des séries)

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/cptsnatfinann/html/cptsnatfinann.htm

Comptes nationaux financiers trimestriels (base 2000)

(Méthodologie, consultation des séries)

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/cptsnatfintrim/html/cptsnatfintrim.htm

Endettement intérieur total (Ensemble des séries)

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/eit_mens/html/idx_eit_mens_fr_fr.htm

Situation hebdomadaire de la Banque de France

(1898-1974)

http://indbdf/fr/stat_conjoncture/series/annhis/html/idx_annhis_fr.htm

Coordonnées des diffuseurs de données économiques

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/coordon/coordon.htm

Divers

Abréviations

Organismes et institutions

BCE Banque centrale européenne
BCN Banque centrale nationale
BEA *Bureau of Economic Analysis*
BIT Bureau international du travail
BLS *Bureau of Labour Statistics*
BRI Banque des règlements internationaux
CDC-CNE Caisse des dépôts et consignations – Caisse nationale d'épargne
Dares Direction de l'animation de la recherche, des études et des statistiques (ministère du Travail)
Euronext Bourse paneuropéenne, née en 2000
Eurostat Office statistique de l'Union européenne
FMI Fonds monétaire international
FOMC *Federal Open Market Committee*
IFM Institutions financières monétaires
INSEE Institut national de la statistique et des études économiques
OCDE Organisation de coopération et de développement économiques

Indices

CAC 40 Indice français. Synthèse des cours pondérés des 40 principales actions françaises
DAX Indice allemand très corrélé à l'EuroStoxx 50, composé de 30 valeurs négociées sur la place de Francfort
DOW JONES Indice américain
Eonia *Euro over night index average*
EUROSTOXX 50 Indice boursier de la zone euro
FTSE (FOOTSIE) Indice de la City
Itraxx Indice de référence pour les contrats indiciels sur défaut
IPCH Indice des prix à la consommation harmonisé
IPCN Indice des prix à la consommation national
ISM Indice américain de l'activité industrielle
MIDCAC Indice français, relatif aux petites et moyennes capitalisations, technologiques ou pas
NASDAQ Indice des valeurs technologiques américaines
NIKKEI Indice japonais
NM Indice composite du nouveau marché de la Bourse de Paris, qui tient compte de toutes les actions cotées sur le nouveau marché
SBF 120 Indice français, composé de 120 titres négociés sur la place de Paris
SBF 250 Indice français, composé de 250 titres négociés sur la place de Paris
SP 500 Indice américain composé de 500 actions négociées surtout sur le NYSE (*New York Stock Exchange*)

Pays

AT Autriche
AU Australie
BE Belgique
BG Bulgarie
CA Canada
CY Chypre
CZ République tchèque
DE Allemagne
EE Estonie
ES Espagne
FI Finlande
FR France
GB Royaume-Uni
GR Grèce
HU Hongrie
IE Irlande
IT Italie
JP Japon
LT Lituanie
LU Luxembourg
LV Lettonie
MT Malte
NL Pays-Bas
PL Pologne
PT Portugal
RO Roumanie
SE Suède
SI Slovénie
SK Slovaquie
US États-Unis
ZE Zone euro

Autres sigles

ANF Agents non financiers
APU Administrations publiques
BMTN Bon à moyen terme négociable
BTAN Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel
BTF Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel précompté
CAF-FAB Coût, assurance, frêt - franco-à-bord
CDO Obligation sur dette collatéralisée

CDN Certificat de dépôt négociable
CDS *Credit default swaps*
CEL Compte épargne-logement
Cjo Données corrigées des jours ouvrés
CODEVI Compte pour le développement industriel
Cvs Données corrigées des variations saisonnières
EC Établissement de crédit
EI Entreprise d'investissement
EIT Endettement intérieur total
EMTN *Euro medium term notes*
FBCF Formation brute de capital fixe
IDE Investissements directs à l'étranger
ISBLM Institution sans but lucratif au service des ménages
Isma Indicateur (Banque de France) synthétique mensuel d'activité
LCR Lettre de change relevé
NES 16 Nomenclature économique sectorielle établie par l'INSEE
OAT Obligation assimilable du Trésor
OPCVM Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
OPR Opération principale de refinancement
OTC *Over-the-counter* (marché de gré à gré)
PEL Plan d'épargne logement
PEP Plan d'épargne populaire
PFIT Période de fixation initiale des taux
PIB Produit intérieur brut
PMI Petites et moyennes industries
SNF Sociétés non financières
SQS Sociétés et quasi-sociétés
TIP Titre interbancaire de paiement
TMT Télécoms, médias, technologies
TUC Taux d'utilisation des capacités de production
UE 15 Union européenne à quinze pays (Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Suède)
UE 25 Union européenne à vingt-cinq pays (UE 15 + Chypre, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, République tchèque, Slovaquie, Slovénie)
UE 27 Union européenne à vingt-sept pays (UE 25 + Bulgarie, Roumanie)
UEM Union économique et monétaire
WTI *West Texas Intermediate*

Documents publiés

L'ensemble des publications est accessible sur internet (http://www.banque-france.fr/fr/publications/publications.htm).

Rapport annuel de la Banque de France

http://www.banque-france.fr/fr/publications/rapport/rapport.htm

Études parues dans le Bulletin de la Banque de France depuis le 1er janvier 2006

http://www.banque-france.fr/fr/publications/bulletin/listetud.htm

Année 2006

« Allocution introductive au colloque Productivité, compétitivité et globalisation », n° 145, janvier
« Remarques conclusives au colloque Productivité, compétitivité et globalisation », n° 145, janvier
« Analyse des taux de soumission aux appels d'offres de l'Eurosystème », n° 145, janvier
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 145, janvier
« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2004 », n° 145, janvier

« Les mauvaises performances du commerce extérieur de la France sont-elles liées à un problème de demande ? », n° 146, février
« Parts de marché et spécialisation commerciale de l'Allemagne, de la France et de l'Italie », n° 146, février
« Évolution du taux d'intermédiation financière en France (1994-2004) », n° 146, février

« La marche vers l'Europe des moyens de paiement scripturaux : le projet SEPA », n° 147, mars
« Le rôle international de l'euro depuis 1999 : facteurs et enjeux », n° 147, mars
« La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie – Résultats de l'enquête 2005 », n° 147, mars

« La soutenabilité des prix de l'immobilier aux États-Unis et en Europe », n° 148, avril
« La gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés », n° 148, avril
« La contagion du risque *via* les impayés sur effets de commerce », n° 148, avril
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 148, avril

« La crédibilité de la politique monétaire dans une perspective néo-keynésienne », n° 149, mai
« Les comptes financiers de la Nation en 2005 : nouvel essor de l'endettement des ménages, reprise de celui des entreprises », n° 149, mai
« La détention du capital des sociétés françaises du CAC 40 par les non-résidents à fin 2005 », n° 149, mai
« Position nette de la France pour les investissements directs au 31 décembre 2004 », n° 149, mai

« Les évolutions de la productivité « structurelle » du travail dans les principaux pays industrialisés », n° 150, juin
« Les grands traits de la Balance des paiements et de la position extérieure de la France en 2005 », n° 150, juin
« Les crédits nouveaux à l'habitat consentis aux ménages en 2005 », n° 150, juin

« La stratégie de Lisbonne », n° 151, juillet
« Les évolutions comparées des prix à la consommation dans les DOM et en métropole », n° 151, juillet
« Réformes structurelles sur le marché du travail : que nous enseignent les études microéconomiques ? », n° 151, juillet
« Ratios de sacrifice et rigidités sur le marché du travail », n° 151, juillet
« Le système bancaire et financier français en 2005 », n° 151, juillet
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 151, juillet

« Vers une intensification des tensions inflationnistes globales ? », n° 152, août
« Une banque centrale nationale au sein d'un système fédéral », n° 152, août

« Modélisation et analyse des mécanismes du Club de Paris de rachat de créances par prépaiement », n° 152, août
« Réforme de la centralisation des risques : un nouvel éclairage sur les concours accordés aux petites entreprises », n° 152, août
« Premier éclairage sur les petites et moyennes entreprises de l'industrie française en 2005 à partir de l'échantillon Centrale de bilans », n° 152, août

« La Banque de France et la gestion des billets », n° 153, septembre
« Scénarios d'ajustement du solde courant américain : une évaluation avec différentes calibrations de NiGEM », n°153, septembre
« Les conséquences du changement de régime fiscal et social des PEL sur l'épargne-logement », n° 153, septembre
« Le nouveau régime de l'appel public à l'épargne », n° 153, septembre
« Les marchés financiers comme indicateurs avancés des retournements conjoncturels : le cas américain », n° 153, septembre
« Les ajustements de prix de production en France et dans la zone euro –
Une synthèse à partir de données quantitatives et qualitatives », n° 153, septembre

« Les stratégies de désendettement du secteur public : enjeux économiques et enseignements des expériences étrangères », n° 154, octobre
« La maîtrise de la croissance des dépenses : un facteur clé pour des finances publiques saines », n° 154, octobre
« La croissance tendancielle des dépenses de santé : un problème sensible pour les finances publiques des pays développés », n° 154, octobre
« La situation des entreprises industrielles », n° 154, octobre
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 154, octobre

« Croissance potentielle : d'où viennent les écarts entre quelques grandes économies développées ? », n° 155, novembre
« Libéralisation de la rémunération des dépôts à vue en France : premier bilan », n° 155, novembre
« Les résultats des grandes banques internationales en 2005 et au premier semestre 2006 », n° 155, novembre

« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2005 », n° 156, décembre
« La surveillance des moyens de paiement et des systèmes d'échange », n° 156, décembre
« La mise en œuvre de la *Liste unique* des garanties », n° 156, décembre
« Les statistiques financières permettent-elles d'appréhender les évolutions liées à la mondialisation ? », n° 156, décembre
« L'élaboration de la politique monétaire dans la zone euro et aux États-Unis », n° 156, décembre

Année 2007

« Les incidences de la réforme de l'usure sur les modalités de financement des PME », n° 157, janvier
« Estimations du ratio de sacrifice dans la zone euro », n° 157, janvier
« Les risques de ré-endettement des pays en développement après les annulations de dettes », n° 157, janvier
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 157, janvier

« Perspectives en matière de croissance de la productivité et du PIB potentiel », n° 158, février
« La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie – Résultats de l'enquête 2006 », n° 158, février

« Groupes de sociétés et analyse du tissu productif : enjeux et premiers constats », n° 159, mars
« Répartition géographique finale des investissements directs : une approche par les groupes de sociétés », n° 159, mars

« Mesures et perception de l'inflation en France et dans la zone euro », n° 160, avril
« Les enjeux de l'euroïsation dans les régions voisines de la zone euro », n° 160, avril
« Caractéristiques économiques et financières des entreprises en forte croissance », n° 160, avril
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 160, avril

« Les comptes financiers de la Nation en 2006 : Nouvelle poussée de l'endettement du secteur privé, désendettement de l'État », n° 161, mai
« L'accumulation de réserves de change est-elle un indicateur d'enrichissement d'une nation ? », n° 161, mai
« Position nette de la France pour les investissements directs au 31 décembre 2005 », n° 161, mai
« Les modèles DSGE - Leur intérêt pour les banques centrales », n° 161, mai
« La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2006 », n° 161, mai

« L'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA) : une révision », n° 162, juin
« La balance des paiements et la position extérieure de la France en 2006 », n° 162, juin
« Les crédits nouveaux à l'habitat consentis aux ménages en 2006 », n° 162, juin

« L'impact des normes IFRS sur les données comptables des groupes français cotés », n° 163, juillet
« La situation d'ensemble du système bancaire français – Introduction au Rapport 2006 de la Commission bancaire », n° 163, juillet
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 163, juillet

« Évolutions récentes de la productivité : accélération structurelle dans la zone euro et ralentissement structurel aux États-Unis ? », n° 164, août
« Décomposition de la productivité et dynamiques sectorielles», n° 164, août
« L'impact macroéconomique des réformes structurelles », n° 164, août
« La directive sur les services de paiement », n° 164, août
« Données individuelles et implications macroéconomiques », n° 164, août

« L'accès des PME aux financements bancaires », n° 165, septembre
« Dix années de dynamique financière des PME en France », n° 165, septembre
« La situation économique des PME depuis 1997 en Allemagne », n° 165, septembre
« Mieux connaître les petites et moyennes entreprises », n° 165, septembre
« Contribution des PME à la croissance – Revue de la littérature », n° 165, septembre
« Déterminants du niveau d'innovation dans les PME », n° 165, septembre
« Les PME et l'accès aux marchés de capitaux en France : un état des lieux », n° 165, septembre
« Le financement des PME et la réforme de Bâle II », n° 165, septembre
« Note thématique – *Private equity* », n° 165, septembre
« Note thématique – Financement des PME et normes comptables », n° 165, septembre

« Innovation, productivité et croissance – Compte rendu de la conférence organisée conjointement par la Banque de France et le CEPR en juillet 2007», n° 166, octobre
« Implication des investisseurs étrangers sur les marchés obligataires locaux des pays émergents », n° 166, octobre
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 166, octobre

« La composition du patrimoine des ménages entre 1997 et 2003 », n° 167, novembre
« La destination finale de l'épargne des ménages », n° 167, novembre
« La situation des entreprises industrielles en 2006 », n° 167, novembre
« Maquette d'inflation zone euro », n° 167, novembre
« L'impact désinflationniste de la globalisation – Fondements théoriques et estimations empiriques », n° 167, novembre

« Les résultats des grandes banques internationales depuis le début de 2006 », n° 168, décembre
« Le partenariat économique et financier euro-méditerranéen », n° 168, décembre
« Quels indicateurs budgétaires pour quels objectifs de politique économique ? », n° 168, décembre
« L'influence des non-résidents sur la création monétaire dans la zone euro », n° 168, décembre
« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2006 », n° 168, décembre
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 168, décembre

Année 2008

« TARGET2 et l'intégration financière européenne », n° 169, janvier
« TARGET2 : le rôle d'un système d'aide à la décision pour compléter les fonctions de règlement », n° 169, janvier
« Flexibilité du marché du travail : quels enseignements tirer des travaux de recherche menés à la Banque de France ? », n° 169, janvier
« Entre concurrence et efficience : l'impact de la directive MIF sur la liquidité des marchés actions reste difficile à anticiper », n° 169, janvier
« Évolutions récentes du crédit aux ménages en France », n° 169, janvier

« Le marché du pétrole : dynamique des prix et conséquences macroéconomiques », n° 170, février
« L'impact des prix des importations sur l'inflation domestique, le rôle de la structure des échanges », n° 170, février
« Anticipations d'inflation du secteur privé et conduite de la politique monétaire », n° 170, février
« Anticipations d'inflation dans la zone euro : que nous disent les marchés financiers ? », n° 170, février
« L'information apportée par les anticipations d'inflation sur les salaires et la consommation dans la zone euro », n°170, février

« Pourquoi calculer un indicateur du climat des affaires dans les services ? », n° 171, mars
« OPTIM : un outil de prévision trimestrielle du PIB de la France », n° 171, mars
« L'apport des indicateurs de retournement cyclique à l'analyse conjoncturelle », n° 171, mars
« Couplage ou découplage ? Une analyse de la corrélation des cycles entre pays », n° 171, mars
« L'Union monétaire, l'euro et l'opinion publique », n° 171, mars
« La gouvernance des banques centrales dans les pays émergents et en développement : le cas de l'Afrique subsaharienne », n° 171, mars

Travaux de recherche de l'Observatoire des entreprises

http://www.banque-france.fr/fr/publications/observatoire/observatoire.htm

« Premiers résultats des PMI en 2006 : meilleure rentabilité mais reprise limitée de l'investissement »
« Caractéristiques démographiques économiques et financières des entreprises à forte croissance »
« Les incidents de paiement pour impossibilité de payer sur effets de commerce des entreprises de l'industrie »
« Les critères de taille des entreprises et l'appartenance à un groupe »
« La corrélation de migration : méthode d'estimation et application aux historiques de notation des entreprises françaises »
« Modélisation des corrélations de risques de crédit *via* une approche par variable latente : application au cas français et impact sur le capital réglementaire »
« Les incidents de paiement sur effet de commerce »
« Le rôle des durées d'utilisation des facteurs dans l'estimation d'une fonction de production »
« Risque de crédit et variabilité des taux de défaut : une analyse empirique par simulations »
« La structure par termes des taux de défauts et *ratings* – Octobre 2003 »
« Durée d'utilisation des facteurs et fonction de production : une estimation par la méthode des moments généralisés en système »

« Comparaison des différents critères de tailles d'entreprises »
« Détection précoce des défaillances d'entreprises dans le secteur de la construction »
« Multibancarité »
« La durée d'utilisation des équipements : principaux résultats 1989-2000 »
« Développements récents de la méthode des scores Banque de France »
« Détection précoce du risque de défaillance dans le secteur hôtels-restaurants »
« Mode de financement des entreprises allemandes et françaises »
« Les entreprises industrielles françaises et espagnoles »
« La durée d'utilisation des équipements »

Études parues dans la *Revue de la stabilité financière*

http://www.banque-france.fr/fr/publications/rsf/rsf_b.htm

« Mieux appréhender les risques du portefeuille de négociation », n° 8, mai 2006
« La liquidité de marché et sa prise en compte dans la gestion des risques », n° 8, mai 2006
« Productivité et prix des actifs boursiers », n° 8, mai 2006
« Les capitaux propres des entreprises et la stabilité financière : l'apport d'une approche par les capitaux propres nets en risque – ou *net worth at risk* », n° 8, mai 2006
« Les progrès de l'intégration monétaire et financière en Asie », n° 8, mai 2006
« Les implications de la globalisation pour la stabilité financière », n° 8, mai 2006

« Les matières premières : une classe d'actifs à part entière ? », n° 9, décembre 2006
« Les pays émergents forment-ils toujours une classe d'actifs homogène ? », n° 9, décembre 2006
« Flux de capitaux et dynamisme du crédit dans les pays émergents », n° 9, décembre 2006
« Les indicateurs d'aversion pour le risque peuvent-ils anticiper les crises financières ? », n° 9, décembre 2006
« Liquidité bancaire et stabilité financière », n° 9, décembre 2006
« Microstructure des marchés monétaires et financiers : enseignements tirés de la conférence organisée à Paris les 6 et 7 juin 2006 », n° 9, décembre 2006
« Le dispositif de Bâle II : rôle et mise en œuvre du pilier 2 », n° 9, décembre 2006

« *Hedge funds*, transfert du risque de crédit et stabilité financière », numéro spécial, avril 2007
« Évolution et régulation des *hedge funds* », numéro spécial, avril 2007
« Quelle forme de régulation pour les *hedge funds* ? », numéro spécial, avril 2007
« *Hedge funds* et stabilité financière », numéro spécial, avril 2007
« *Hedge funds* et risque systémique », numéro spécial, avril 2007
« Stratégies de réplication des *hedge funds* : conséquences pour les investisseurs et les régulateurs », numéro spécial, avril 2007
« *Hedge funds* et *prime broker dealers* : éléments de proposition en matière de "bonnes pratiques" », numéro spécial, avril 2007
« Exigences de transparence et *hedge funds* », numéro spécial, avril 2007
« Risques et rendement des activités bancaires liées aux *hedge funds* », numéro spécial, avril 2007
« La supervision indirecte des *hedge funds* », numéro spécial, avril 2007
« Quelles sont les principales questions liées aux *hedge funds* ? », numéro spécial, avril 2007
« La surveillance des *hedge funds* : un point de vue de stabilité financière », numéro spécial, avril 2007
« Le monde des *hedge funds* : préjugés et réalité – La contribution de l'AMF au débat sur les stratégies de gestion alternative », numéro spécial, avril 2007
« Conditions financières, gestion alternative et risques politiques : tenter de comprendre notre époque », numéro spécial, avril 2007
« Les *hedge funds* sur les marchés émergents », numéro spécial, avril 2007
« Les fonds de *hedge funds* : origine, rôle et perspectives », numéro spécial, avril 2007
« *Hedge funds* : un point de vue de banque centrale », numéro spécial, avril 2007

« Liquidité et contagion financière », numéro spécial, février 2008
« Les chaises musicales : un commentaire sur la crise du crédit », numéro spécial, février 2008
« Liquidité de marché et stabilité financière », numéro spécial, février 2008
« Dix questions à propos de la crise des prêts *subprime* », numéro spécial, février 2008
« Qu'est-il advenu de la dispersion des risques ? », numéro spécial, février 2008
« La gestion du risque de liquidité », numéro spécial, février 2008
« La réglementation de la liquidité et le prêteur en dernier ressort », numéro spécial, février 2008
« Déficits de liquidité : fondements théoriques », numéro spécial, février 2008
« La liquidité sur les marchés mondiaux », numéro spécial, février 2008
« L'impact de la directive MIF sur la liquidité des marchés financiers », numéro spécial, février 2008
« Liquidité de marché et liquidité bancaire : interdépendances, vulnérabilités et communication financière », numéro spécial, février 2008
« Actifs liquides, contraintes de liquidité et déséquilibres mondiaux », numéro spécial, février 2008
« L'innovation financière et la frontière de la liquidité », numéro spécial, février 2008
« Liquidité des marchés financiers et prêteur en dernier ressort », numéro spécial, février 2008
« Évolutions récentes de la liquidité intrajournalière dans les systèmes de paiement et de règlement », numéro spécial, février 2008

Les *Notes d'études et de recherche*

http://www.banque-france.fr/fr/publications/ner/ner.htm

« Illiquidité, développement financier et la relation en croissance et volatilité », n° 139, 2006 (en anglais)
« La relation inflation/production est-elle asymétrique dans la zone euro ? », n° 140, 2006 (en anglais)
« Politique monétaire optimale dans un modèle DSGE estimé de la zone euro avec hétérogénéité internationale », n° 141, 2006 (en anglais)
« La fonction de demande de monnaie pour la zone euro : un réexamen », n° 142, 2006
« Les anomalies de la structure par terme des taux d'intérêt : prime de terme ou effet 'Peso' », n° 143, 2006
« Cycles réel et du crédit : convergence ou divergence ? Une comparaison Pologne, Hongrie, République tchèque et zone euro », n° 144, 2006 (en anglais)
« L'évaluation des co-mouvements entre la France, l'Allemagne et l'Italie à partir d'un modèle non stationnaire à facteurs sur la zone euro », n° 145, 2006 (en anglais)
« Estimation de la production potentielle par la méthode de la fonction de production pour la France, l'Allemagne et l'Italie », n° 146, 2006 (en anglais)
« La désaisonnalisation des séries d'agrégats monétaires et de crédit à la Banque de France : aspects théoriques et mise en œuvre », n° 147, 2006
« Dans quelle mesure un modèle structurel avec prix et salaires visqueux est-il capable de répliquer les données américaines d'après-guerre ? », n° 148, 2006 (en anglais)
« (Dés)Intégration financière », n° 149, 2006 (en anglais)
« Inertie de la politique monétaire ou chocs persistants ? », n° 150, 2006 (en anglais)
« Valeur décroissante et offre d'équilibre dans le cadre des opérations de refinancement des banques centrales », n° 151, 2006 (en anglais)
« Réformes structurelles sur le marché du travail : quels enseignements peut-on tirer des études existantes », n° 152, 2006
« Une relecture de l'arbitrage proximité-concentration : distance et investissements directs à l'étranger dans les pays de l'OCDE », n° 153, 2006 (en anglais)
« Le partage des risques dans une économie en transition : le cas de la Roumanie rurale », n° 154, 2006 (en anglais)
« Primes de risque de change et risque macroéconomique », n° 155, 2006 (en anglais)
« Les évolutions de la productivité "structurelle" du travail dans les principaux pays industrialisés », n° 156, 2006 (en anglais)
« La fiabilité des prévisions macroéconomiques s'appuyant sur des mesures empiriques d'écart de taux réels : une évaluation pour la zone euro », n° 157, 2006 (en anglais)

« Convergence de la demande de crédit des ménages au sein des pays de la zone euro : résultats tirés de données de panel », n° 158, 2006 (en anglais)
« Consolidation de l'industrie des sociétés de bourse et transmission de chocs », n° 159, 2006 (en anglais)
« Les ajustements des prix à la production : une étude à partir des relevés microéconomiques de prix à la production français », n° 160, 2006 (en anglais)
« Règles de taux d'intérêt " sans bulles " », n° 161, 2006 (en anglais)
« Estimation des modèles DSGE dans un environnement riche en données », n° 162, 2007 (en anglais)
« Une évaluation structurelle du ratio de sacrifice dans la zone euro », n° 163, 2007
« Les ajustements de prix dans la zone euro : quelques faits stylisés tirés des relevés de prix à la production », n° 164, 2007 (en anglais)
« Y a-t-il une rupture structurelle dans la vitesse de circulation d'équilibre de la monnaie dans la zone euro ? », n° 165, 2007 (en anglais)
« Les méthodes micro-économétriques d'évaluation », n° 166, 2007
« Dynamique et volatilité des taux du marché monétaire européen : comment ont-ils répondu aux changements récents du cadre opérationnel ? », n° 168, 2007 (en anglais)
« Comprendre les prix d'actifs : principaux déterminants et implications pour la politique monétaire », n° 168, 2007 (en anglais)
« L'impact des contraintes financières sur l'innovation : Que peut-on apprendre d'une mesure directe ? », n° 169, 2007 (en anglais)
« Les déterminants des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis et en zone euro : une approche multivariée », n° 170, 2007 (en anglais)
« L'Indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA) : une révision », n° 171, 2007
« L'évolution des crédits à l'habitat en France : une grille d'analyse en termes de cycles », n° 172, 2007
« La mesure de la transmission des variations de taux de change », n° 173, 2007 (en anglais)
« Vieillissement mondial et conséquences macroéconomiques de l'incertitude démographique dans un modèle multi-régions », n° 174, 2007 (en anglais)
« Incertitude et utilisation d'un taux d'intérêt naturel variable pour la conduite de la politique monétaire », n° 175, 2007 (en anglais)
« Probabilité d'échanges informés : une application empirique au taux de marché au jour le jour de l'euro », n° 176, 2007 (en anglais)
« Coefficients aléatoires dans le cadre de la Méthode Généralisée des Moments: Application à la politique monétaire de la FED », n° 177, 2007 (en anglais)
« Liquidité des marchés financiers et prêteur en dernier ressort », n° 178, 2007 (en anglais)
« Liquidation forcée de portefeuille », n° 179, 2007 (en anglais)
« L'investissement indirect en TIC », n° 180, 2007 (en anglais)
« Tests d' hétérogénéité au sein de la zone euro », n° 181, 2007 (en anglais)
« Différences dans la politique de taux d'intérêt de la BCE et de la Fed : une analyse structurelle », n° 182, 2007 (en anglais)
« La réaction des marchés de la zone euro à la publication des statistiques monétaires », n° 183, 2007 (en anglais)
« La monnaie est-elle importante pour l'identification des chocs de politique monétaire ? », n° 184, 2007
« L'ajustement peu fréquent des prix : une analyse microéconométrique », n° 185, 2007
« Les dettes publiques sont-elles inflationnistes dans une union monétaire ? », n° 186, 2007
« Deux indicateurs probabilistes de retournement cyclique pour l'économie française », n° 187, 2007
« Valorisation et inférence à partir de mélanges de processus conditionnellement gaussiens », n° 188, 2007
« Modèles de structure par terme à plusieurs retards et primes de risques stochastiques », n° 189, 2007
« Les effets dynamiques des politiques de désinflation », n° 190, 2007 (en anglais)
« Modèles de structure par terme à plusieurs retards et changements de régimes », n° 191, 2007 (en anglais)
« Maquette de prévision d'inflation dans la zone euro », n° 192, 2008 (en anglais)
« La prévision des taux d'intérêt à partir de contrats *futures* : l'apport de variables économiques et financières », n° 193, 2008

« La transmission des taux de marché aux taux bancaires : une estimation sur données individuelles françaises », n° 194, 2008
« Globalisation et inflation : quelques estimations empiriques », n° 195, 2008 (en anglais)
« Interactions entre politiques économiques nationales : quand la coopération et le pré-engagement sont-ils importants ? », n°196, 2008 (en anglais)
« Concurrence, R&D, et le coût de l'innovation », n° 197, 2008 (en anglais)
« Contraintes de crédit et cyclicité des investissements de R&D: évidence pour la France », n° 198, 2008 (en anglais)
« L'hétérogénéité des marchés du travail dans une union monétaire : implications en termes de bien-être social », n° 199, 2008 (en anglais)
« Chocs d'Offre et Optimalité de la Politique monétaire dans la zone euro », n° 200, 2008
« Test simultané de la non-stationnarité et de la non-linéarité : une application au taux d'intérêt réel américain », n° 201, 2008
« Contraintes financières et innovation des entreprises : une estimation des effets directs et inversés », n° 202, 2008 (en anglais)
« Stress tests et financement des entreprises », n° 203, 2008 (en anglais)
« Accès à des nouvelles variétés importées et productivité totale des facteurs: une investigation empirique sur un panel d'entreprises françaises », n° 204, 2008 (en anglais)
« Productivité et décision d'investir à l'étranger : une investigation empirique sur un panel d'entreprises françaises », n° 205, 2008 (en anglais)
« La distribution des taux d'intérêt débiteurs en France : une estimation à partir de données individuelles bancaires », n°206, 2008 (en anglais)
« Désaisonnalisation des agrégats monétaires : Mise en place d'une chaîne rénovée », n° 207, 2008
« La rigidité des salaires nominaux. Une évaluation sur données individuelles trimestrielles », n° 208, 2008 (en anglais)
« Analyse conjoncturelle de données brutes et estimation de cycles. Partie 1 : estimation et tests », n° 209, 2008
« Analyse conjoncturelle de données brutes et estimation de cycles. Partie 2 : mise en œuvre empirique », n° 210, 2008
« Les ajustements microéconomiques des prix : une synthèse des modèles théoriques et résultats empiriques », n° 211, 2008
« Épargne domestique et financements étrangers : le canal de la complémentarité », n° 212, 2008 (en anglais)

Débats économiques

http://www.banque-france.fr/fr/publications/debats/debats.htm

« Déséquilibres de balance courante, "appétit pour l'épargne" et "grève de l'investissement" », n° 1, 2006 (en anglais)
« Quelques questions de stabilité financière liées aux configurations actuelles et aux dynamiques futures des primes de risque », n° 2, 2006 (en anglais)
« Les déterminants de l'évolution récente des crédits en France et en Allemagne », n° 3, 2006
« À propos des turbulences financières », n° 4, 2008
« Stabilité financière dans les nouveaux États membres et pays candidats à l'Union européenne », n° 5, 2008

Documents et débats

http://www.banque-france.fr/fr/publications/doc_debat/doc_debat.htm

« L'euro est-il inflationniste ? », n° 1, 2007

Coupon – abonnement

❑ **Mes coordonnées ont changé, merci de bien vouloir les rectifier ou les compléter :**

Numéro d'abonnement : _____

Prénom : _____ **Nom :** _____

Société : _____ **Fonction :** _____

Adresse : _____

Code postal : _____ **Ville :** _____

Pays : _____

❑ **Je ne souhaite plus recevoir le *Bulletin de la Banque de France* :**

Numéro d'abonnement : _____

Prénom : _____ **Nom :** _____

❑ **Je souhaite m'abonner au *Bulletin de la Banque de France* :**

Prénom : _____ **Nom :** _____

❑ **Particulier**

Adresse : _____

_____

Code postal : _____

Ville : _____

Pays : _____

❑ **Professionnel**

Fonction : _____

Société : _____

Activité : _____

Adresse : _____

_____

Code postal : _____

Ville : _____

Pays : _____

Coupon à renvoyer par fax (01 42 92 29 77),
courriel (abonnement.publication@banque-france.fr)
ou courrier postal à :

BANQUE DE FRANCE
Service des Publications économiques et du Site internet
Code courrier 43-1396
75049 PARIS CEDEX 01
France

BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTÈME

Éditeur
Banque de France
39, rue Croix des Petits-Champs
75001 Paris

Directeur de la publication
Pierre Jaillet

Comité éditorial
Michel Cardona
Unités de la Banque de France représentées :
DEPE, DESM, DIR, DRIE, DBDP, DCSF, DOM, DSJ,
DIRCOM, DSGSB, DAMEP, DE

Pour joindre votre correspondant,
composez le 01 42 92 suivi des quatre chiffres indiqués

Rédacteur en chef
Dominique Rougès 29 27

Ont contribué au présent numéro :

Actualité (par sections)
Situation économique de la France (DAMEP-DIAGCONJ) 29 39
Zone euro et environnement international
(DAMEP-SEMSI) 29 38
Compétitivité de l'économie française (DAMEP-SEMSI) 34 73
La balance des paiements (DBDP) 32 82
La monnaie, les placements et les financements
(DESM-SICOS/DBDP-SERIB) 28 08/59 96
Les marchés de capitaux (DOM-SAM/MOPM) 41 59/28 07

Articles
La détention par les non-résidents des actions
des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2007 56 83
Position nette de la France pour les investissements directs
au 31 décembre 2006 56 45/32 82
La gestion globale des garanties 74 55
La croissance des crédits dans les pays d'Europe centrale
et orientale est-elle excessive ? 47 59/70 58

Statistiques
DESM (BSME) 38 90

Secrétaires de rédaction
Christine Collomb-Jost, Raymond Domurado

Maquettistes et opérateurs PAO
Nicolas Besson, Angélique Brunelle, Florence Derboule,
Alexandrine Dimouchy, Virginie Fajon, Christian Heurtaux,
Isabelle Pasquier

Demandes d'abonnement
Banque de France
07-1050 Service des Relations avec le public
75049 Paris Cedex 01
Tél. : 01 42 92 39 08
Fax : 01 42 92 39 40

Impression
SIMA IVRY 25 1168

Internet
www.banque-france.fr/fr/publications/bulletin/bulletin.htm

Le Bulletin de la Banque de France *est disponible à la fois sous format électronique sur le site web de la Banque de France et sous format papier.*

La version imprimée peut donc être obtenue gratuitement sur simple demande au service des Relations avec le public (adresse ci-contre).

La Banque de France produit un nombre d'exemplaires limité. Elle se réserve le droit de suspendre le service de cette diffusion gratuite et de restreindre le nombre de copies attribuées par personne.

Rédacteur en chef : Dominique ROUGÈS
Service des Publications économiques
et du Site internet de la Banque de France
Tél. : 01 42 92 29 27

Directeur de la publication : Pierre JAILLET
Directeur général des Études
et des Relations internationales
de la Banque de France

Impression SG - DISG
SIMA IVRY 25-1168
Dépôt légal : Juin 2008